

公司研究/首次覆盖

2017年03月09日

公用事业/电力 II

投资评级: 买入 (首次评级)

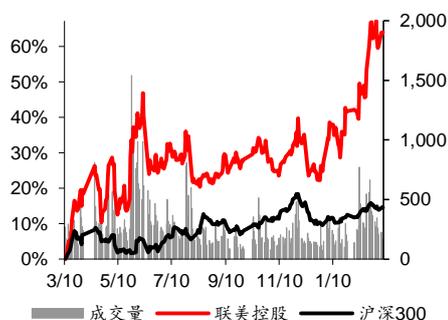
当前价格(元): 21.4  
合理价格区间(元): 26.70~29.37

**何昕** 执业证书编号: S0570515050001  
研究员 010-56793937  
hexin6573@htsc.com

**李轶奇** 执业证书编号: S0570516080002  
研究员 021-28972087  
liyiqi@htsc.com

**丁宁** 010-56793941  
联系人 dingning2@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

## 区域供热龙头, 开启新篇章

### 联美控股(600167)

#### 公司远期发展目标清晰, 构建综合运营商平台

作为一家长期以来盈利能力均优于同行业竞争对手的供暖企业, 随着行业经验与自身实力的积累, 公司正在积极寻求在跨区域发展、清洁能源应用以及能源管理等方面的发展机遇, 将公司逐渐打造成一家集环保及清洁能源利用的综合性服务商。

#### 资产整合协同效应显现, 助公司业务重回高增长

2016年已经完成与实际控制人旗下热电资产的全面整合, 收购沈阳新北和国惠新能源两家公司 100% 股权。截止 2016 年底公司供暖与接网面积已分别提升至 4600 和 6160 万平米, 较 2015 年末分别提升 132% 和 137%, 同时, 取得已获批未开发面积约 7000 万平米, 增强公司内生增长动力。

#### 坐拥优质供暖区域, 受益“拆小上大”

公司供热覆盖范围包括沈阳浑南新区、北部城区、部分中心老城区以及泰州市医药高新区, 均为各地发展的重点市政、工业区域。同时, 随着国内对于工业燃煤锅炉提标改造以及“拆小上大”政策的实施, 公司将充分受益于行业集中度提升所带来的外延式发展机遇。

#### 清洁与传统能源结合, 创建最优供热体系

基于在传统能源与清洁、可再生能源供热领域的积累, 公司正在积极推进新型供热体系的建设, 希望通过组合热电联产、热源调峰以及分布式微热源, 最终形成主、次、微三级协同供热技术。同时, 再配予自动化监测及数据采集系统, 可为不同区域客户提供最优解决方案。

#### 配套募集预计 17H1 完成, 加码清洁能源与能源管理业务

目前, 公司配套募集资金方案尚未实施完成, 按照进度预计需在 2017H1 有望完成。发行底价不低于 13.09 元, 计划募集不超过 38.7 亿元, 发行股份不超过 2.96 亿股。所募资金用途主要包括清洁及可再生能源项目建设、供热管网自动化监测及建设。预计所有项目达产后可为公司增加每年净利润规模 6.86 亿元。

#### 首次给予“买入”评级, 目标价 26.70 元-29.37 元

预计公司 17-18 年净利润水平分别为 8.69 亿元和 10.56 亿元, 如按公司配套募资前股本计算, EPS 分别为 1.28、1.55 元, 对应 PE 分别为 17 倍和 14 倍。如按照公司配套募集资金完成后股本计算 (以 13.09 元/股底价发行), 预计公司 17-18 年每股盈利分别为 0.89 元和 1.08 元, 对应市盈率分别为 24 倍和 20 倍。A 股同类公司 17-18 年平均 PE 分别为 33 倍和 28 倍。首次给予公司“买入”评级, 给予公司按底价增发摊薄后 2017 年 PE 区间 30-33 倍, 对应目标价应为 26.70 元-29.37 元。

风险提示: 煤炭价格大幅上涨导致公司供热成本增加; 公司新接网面积增速不达预期。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	680.15
流通 A 股 (百万股)	111.90
52 周内股价区间 (元)	13.04-21.82
总市值 (百万元)	14,555
总资产 (百万元)	6,489
每股净资产 (元)	3.65

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,763	2,044	2,565	3,165	3,887
+/-%	166.56	15.95	25.44	23.40	22.83
净利润 (百万元)	459.21	698.92	869.45	1,056	1,269
+/-%	182.09	52.20	24.40	21.43	20.15
EPS (元)	0.68	1.03	1.28	1.55	1.87
PE (倍)	31.70	20.83	16.74	13.79	11.47

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

控制人旗下热电资产整合注入，配套募集预计 17H1 完成.....	4
资产整合增加协同效应，资产交割已完成.....	4
配套募集进行中，加强清洁能源与管网建设.....	5
实际控制人持股占比 83.55%，预计募资稀释后比例不低于 58.23%.....	5
公司发展思路清晰，持续加码清洁能源与能源管理.....	6
沈阳地区高效供热龙头，盈利能力优于行业.....	7
立足沈阳核心城区，拓展覆盖范围及协同业务.....	7
主营业务进一步丰富，16 年收入占比有所调整.....	8
原有区域增速放缓，资产整合助公司重回高增长.....	9
坐拥优质供热区域，发展清洁与传统热源联供.....	11
市政规划利于公司发展，“拆小上大”为企业创造机遇.....	11
全国集中供热面积持续增长，异地发展空间大.....	12
精细化管理，助公司盈利能力优于行业.....	14
发展清洁与传统能源协同供暖，引入 PPP 模式.....	15
清洁与传统热源结合，创建最优供热体系.....	15
拓展 PPP 项目，寻求热电直供机遇.....	16
公司盈利预测与估值.....	17

## 图表目录

图表 1: 沈阳新北股权结构情况 .....	4
图表 2: 国惠新能源股权结构情况 .....	4
图表 3: 收购标的资产 16-18 年扣非后业绩承诺与实际完成情况 (单位: 亿元) .....	4
图表 4: 配套募集资金用途及达产后净利润预期 .....	5
图表 5: 2016 年底公司实际控制人股权结构及占比情况 .....	5
图表 6: 收购资产及配套募集资金前后实际控制人股权占比变动情况 .....	6
图表 7: 资产整合后上市公司旗下子公司情况 .....	6
图表 8: 公司战略发展规划 .....	6
图表 9: 沈阳地区上市公司供热区域 (资产整合前) .....	7
图表 10: 2012-2015 年公司供暖和接网面积及增速 (资产整合前) .....	7
图表 11: 沈阳地区上市公司供热区域 (资产整合后) .....	8
图表 12: 2015-2016 年公司供热与接网面积及增幅 (资产整合后) .....	8
图表 13: 公司热源点分布在沈阳和泰州地区 .....	8
图表 14: 各热源厂居民供热、工业蒸汽和发电能力情况 .....	8
图表 15: 公司主营业务所覆盖环节 .....	9
图表 16: 2015-2016 年公司主营业务收入占比情况 .....	9
图表 17: 2015-2016 年各主营业务毛利率水平情况 .....	9
图表 18: 2007-2016 年公司收入及增速情况 .....	10
图表 19: 2007-2016 年公司净利润及增速情况 .....	10
图表 20: 2015-2016 年公司单季度收入与净利润情况 .....	10
图表 21: 2012-2016 年公司综合毛利率与期间费用率情况 .....	10
图表 22: 沈阳市常驻人口增长规划 .....	11
图表 23: 沈阳新城空间构架图 (蓝色区域为浑南区) .....	11
图表 24: 沈阳市供热机组占比与规划占比情况 .....	12
图表 25: 2015 年独立热源、锅炉房供热占比情况 .....	12
图表 26: 2009-2015 年全国城市集中供热面积及增速 .....	12
图表 27: 2009-2015 年全国供热管网建设情况及增速 .....	12
图表 28: 供热行业政策监管及引导 .....	13
图表 29: 行业可比公司供热业务收入与毛利率水平情况 .....	14
图表 30: 清洁、可再生能源与传统能源协同供热 .....	15
图表 31: 基于热电联产、调峰热源与分布式热源的主次微网供热模式图 .....	16
图表 32: 截止 2016 年底入库 PPP 项目行业占比 .....	16
图表 33: 截止 2016 年底入库 PPP 项目行业投资占比 .....	16
图表 34: 同行业公司估值比较 (2017-03-07) .....	17
图表 35: 联美控股历史 PE-Bands .....	18
图表 36: 联美控股历史 PB-Bands .....	18

## 控制人旗下热电资产整合注入，配套募集预计17H1完成

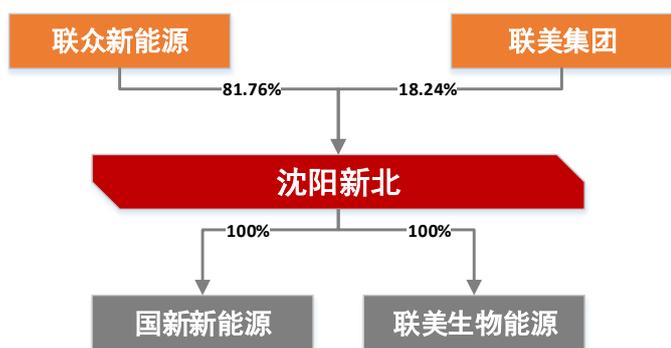
### 资产整合增加协同效应，资产交割已完成

为解决上市公司与实际控制人旗下资产在热电业务领域存在的同业竞争问题，同时，增强各热源点与管网之间的协同效应，2015年下旬公司启动了定向增发收购实际控制人旗下资产并配套募集资金方案。

计划通过向实际控制人旗下公司联美集团和联众新能源，以10.13元/股价格分别发行0.42亿股和4.27亿股，合计发行4.69亿股以支付47.52亿元的资产作价。同时，以不低于13.09元/股价格，配套募集资金38.70亿元，预计配套募集发行股份数量不超过2.96亿股锁定期为一年，支付资产对价+配套募集计划发行股份数量合计不超过7.65亿股。

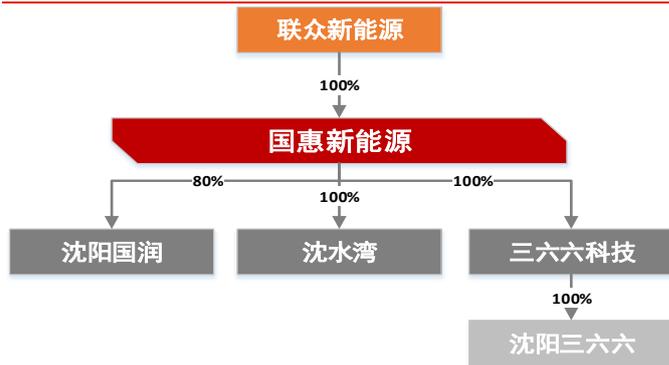
此次，公司所收购的实际控制人旗下资产为沈阳新北和国惠新能源两家公司100%股权，标的公司业务与上市公司原有业务趋同。沈阳新北旗下拥有国新新能源和联美生物能源两家全资子公司；国惠新能源旗下拥有国润低碳、沈水湾和三六六科技三家控股及全资子公司。其中，联美生物能源和沈水湾从事清洁及可再生能源供热发电业务；三六六科技主要从事热源厂及供热管网自动化监测系统的开发与运维。

图表1：沈阳新北股权结构情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

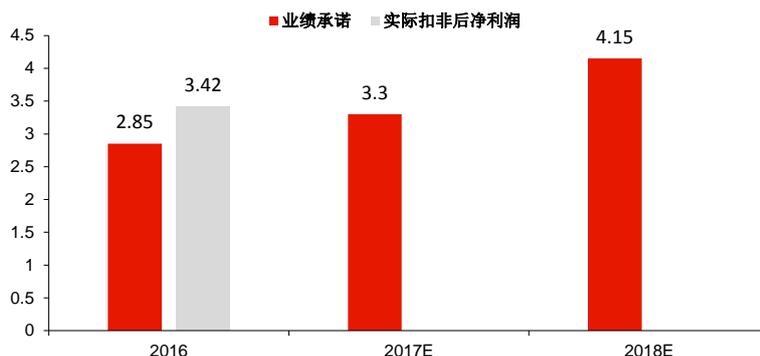
图表2：国惠新能源股权结构情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

截止2016年5月底，公司已经完成了标的资产的过户交割，公司总股本由2.11亿股增加至6.80亿股。同时，控股股东签署业绩承诺及补偿协议，承诺2016-2018年收购标的资产扣非后净利润水平分别不低于2.85亿元、3.30亿元和4.15亿元，16-18年扣非后净利润同比增幅分别为11.76%、15.79%和25.76%。而根据公司2016年报显示，标的资产报告期内实现扣非后净利润约为3.42亿元，高于当年业绩承诺约20%。

图表3：收购标的资产16-18年扣非后业绩承诺与实际完成情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 配套募集资金进行中，加强清洁能源与管网建设

目前，公司配套募集资金方案尚未实施完成，按照进度预计需在2017年5月底前完成配套募集。发行底价不低于13.09元，计划募集不超过38.7亿元，发行股份不超过2.96亿股。所募资金用途主要包括清洁及可再生能源项目建设、供热管网自动化监测及建设；项目总投资规模达到69.47亿元，其中募投资金使用规模为38.70亿元，预计所有项目达产后可为公司增加每年净利润规模6.86亿元。

图表4： 配套募集资金用途及达产后净利润预期

募投项目	实施主体	投资总额 (亿元)	募集资金 (亿元)	预计达产年利润 (亿元)
文官屯热电厂热网工程项目	国新新能源	7.42	2.00	0.88
热电联产区域能源升级改造热网工程项目	国润低碳	20.92	4.50	1.69
热网改造升级及环保设备改造工程项目	浑南热力	24.71	24.70	1.38
浑南热力3号热源厂建设项目	浑南热力	2.49	1.50	0.4
清洁能源工程项目	浑南热力	3.30	3.20	0.14
生物质发电项目	联美生物能源	3.32	0.70	1.46
能源移动互联多元服务项目	三六六科技	7.31	2.10	0.91
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>69.47</b>	<b>38.70</b>	<b>6.86</b>

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 实际控制人持股占比 83.55%，预计募资稀释后比例不低于 58.23%

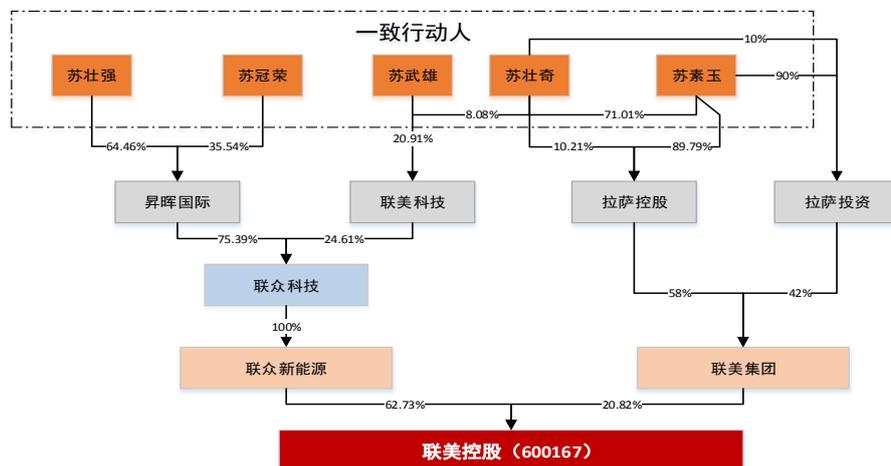
截止2016年底，公司已完成实际控制人资产收购，总股本增加至6.80亿股，其中，流通股数约为2.11亿股，占比为31.02%；限售股份数量约为4.69亿股，占比约为68.98%。公司限售股下一个解禁日为2017年6月6日，解禁数量为0.99亿股，占公司总股本比例14.57%。

公司第一和第二大股东分别为联众新能源和联美集团，分别持有上市公司股份4.27亿股和1.42亿股，占公司总股本比例分别为62.73%和20.82%。两家公司实际控制人均为苏氏家族，其合计持有上市公司股份5.69亿股，占公司总股本比例约为83.55%。

前十大股东中其他机构股东还包括民生加银基金、天安财险和长江投资，分别持有上市公司股份约为200万股、156.97万股和142.50万股，机构股东持股占总股本比分别为0.29%、0.23%和0.21%。

如公司在2017H1顺利完成配套募集方案，按发行低价13.09元/股计算，实际控制人合计持有上市公司股份比例将回落至58.23%。

图表5： 2016年底公司实际控制人股权结构及占比情况



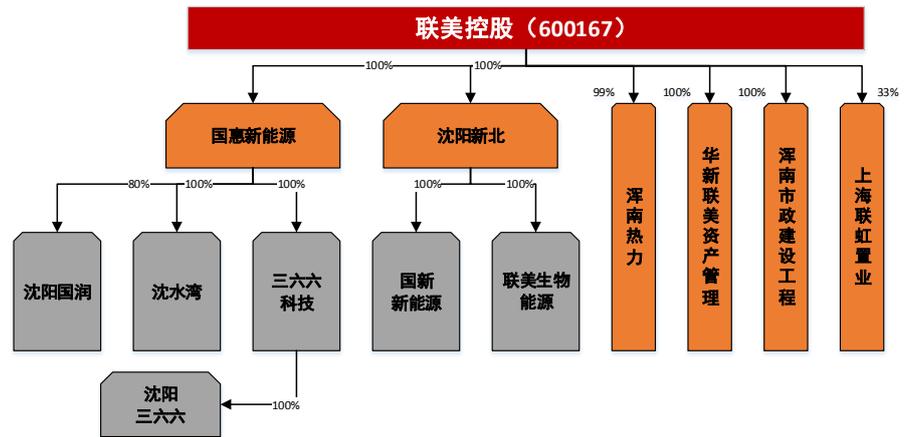
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图6: 收购资产及配套募集资金前后实际控制人股权占比变动情况

股东名称	持股数量 (亿股)	本次	交易后	交易后	交易后
		交易前	(不含配套融资)	(含配套融资)	占比
联美集团	0.99	46.97%	1.42	20.82%	14.51%
联众新能源	--	--	4.27	62.73%	43.72%
其他股东	1.12	53.03%	1.12	16.45%	11.47%
不超过10名特定投资者	--	--	--	--	30.30%
<b>合计</b>	<b>2.11</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.80</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图7: 资产整合后上市公司旗下子公司情况



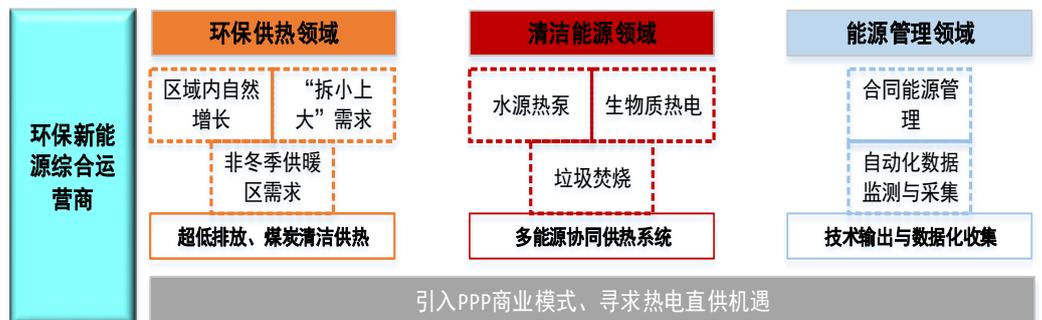
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 公司发展思路清晰, 持续加码清洁能源与能源管理

从公司现有业务板块来看, 公司在整合集团水源热泵、生物质发电以及三六六科技后已经初步完成了围绕清洁能源利用与能源管理两方面的布局。公司围绕这两个领域进行布局, 一方面, 在于降低集中供热所带来的污染物排放, 以满足国内对于供热资产环保提标的要求; 另一方面, 利用自动化监测系统实现热源点与运营管网的实时监控与数据采集, 在降低运营成本的同时, 实现供热系统的节能降耗。

再加上公司原有的环保供热业务, 目前公司已经形成了包括围绕环保供热、清洁能源利用以及能源管理三条主线的业务布局, 为公司未来成为综合性的清洁能源服务商打下基础。

图8: 公司战略发展规划



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 沈阳地区高效供热龙头，盈利能力优于行业

### 立足沈阳核心城区，拓展覆盖范围及协同业务

公司是一家通过自建热源点及铺设一级和二级管网为区域内用户提供供热和接网服务的企业，在与实际控制人资产整合前公司供热与接网服务全部集中在沈阳市浑南新区，热源厂运营数量三座分别为浑南1、2、3号热源，合计供暖能力约为3300万平方米。

公司所服务的浑南新区位于沈阳市南部，总面积达到800平方公里、人口已超过50万人。按照地方城市规划，浑南新区在沈阳市内定位为未来的行政、经济与教育中心，区域内已建成标志性交通设施包括沈阳高铁南站、沈阳桃仙机场、地铁与地面轻轨等。同时，包括沈阳市政府以及多所大学也已陆续迁入浑南新区。

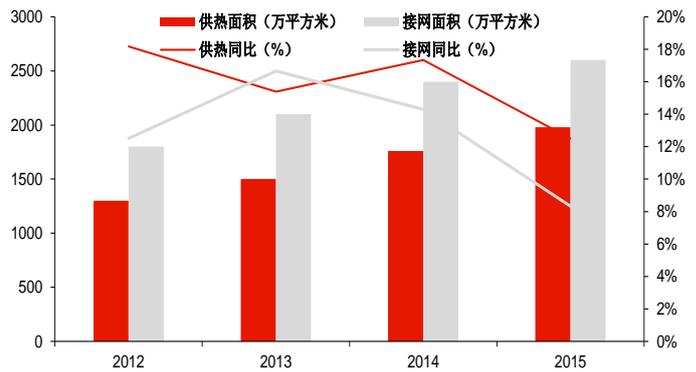
随着该区域的发展与人口增长，公司供热与接网面积也在逐年提升。2012-2015年公司民用供热面积分别为1300万平方米、1500万平方米、1760万平方米和1980万平方米，分别同比增长18.18%、15.38%、17.33%和12.50%。同期，公司接网面积分别为1800万平方米、2100万平方米、2400万平方米和2600万平方米，增幅分别为12.50%、16.67%、14.29%和8.33%。

图表9：沈阳地区上市公司供热区域（资产整合前）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10：2012-2015年公司供暖和接网面积及增速（资产整合前）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

而通过此次资产整合，公司实现了在包括沈阳区域供热与接网面积、跨区域发展以及协同业务等领域的拓展与布局。

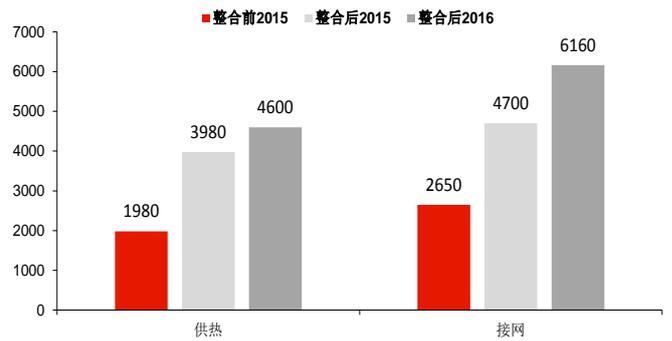
- 在沈阳区域内供热与接网面积拓展方面：**公司通过收购沈阳新北和国惠新能源两家公司100%股权，将沈阳区域内热源点从原有的3座增加至7座。分别为浑南1、2、3号源、沈阳新北、国惠新能源、沈阳国润以及国新新能源。同时，按资产整合后追溯调整，预计2015年底公司供热面积从原有的1980万平方米，变更为3980万平方米，增长102.02%。到2016年底公司供热与接网面积已经进一步增长至4600万平方米和6160万平方米，分别同比增长约15.58%和30.21%。
- 在跨区域拓展方面：**公司除实现了在沈阳区域内供热、接网业务的版图扩张外，在跨区域发展方面也形成了初步布局，新增的孙子公司联美生物能源地处江苏省泰州市，为泰州市医药高新区内企业提供工业蒸汽业务，同时发电上网。
- 在协同业务拓展方面：**公司成功布局热电联产及工业蒸汽供给业务，目前，包括新北热电、国新新能源和联美生物能源在内均拥有发电和工业蒸汽业务。

图表11: 沈阳地区上市公司供热区域(资产整合后)



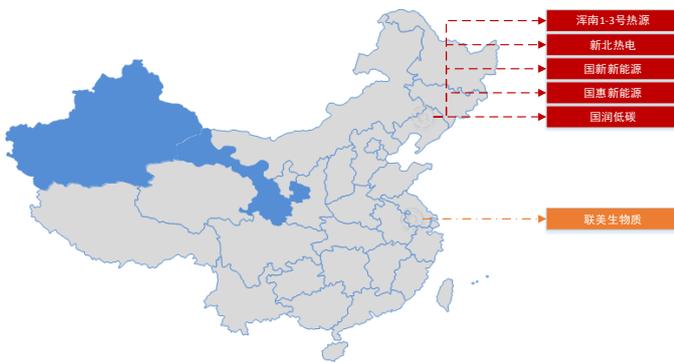
资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

图表12: 2015-2016年公司供热与接网面积及增幅(资产整合后)



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

图表13: 公司热源点分布在沈阳和泰州地区



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

图表14: 各热源厂居民供热、工业蒸汽和发电能力情况

热源点	居民供热	发电	工商业蒸汽
浑南1-3号热源	✓		
新北热电	✓	✓	✓
国新新能源	✓	✓	✓
国惠新能源	✓		
国润低碳	✓		
联美生物能源		✓	✓

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

## 主营业务进一步丰富, 16年收入占比有所调整

公司主营业务结构在此次资产整合后已经从前期的供热和接网两项业务, 增加到供热、接网、发电、工程施工四大类。

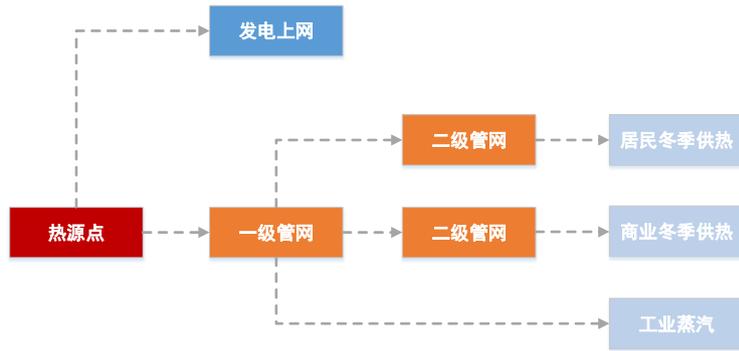
**供暖业务** - 主要面对居民和工商业客户, 其中, 居民和商业用户主要为冬季集中供暖需求, 每年供暖季为11月初至次年3月末, 公司通过自有热源点、供热管网向客户提供服务。按照地区制定的采暖费标准, 向客户预先收取整个采暖季的费用。而在工业客户方面, 公司以提供工业蒸汽为主, 根据地区、客户不同签订吨蒸汽价格, 在每月底核算当月收入, 并于次月与客户进行结算。

**接网业务** - 是公司将用户内部供暖管网(二级管网)接入公司供暖管网(一级管网)所需要进行的工程施工业务, 公司按照用户园区建筑面积收取相应接网费。同时, 将收取的接网费按10年进行递延收入确认。

**发电业务** - 目前, 公司发电业务主要来自新北热电和联美生物能源两个热源点, 上网电价分别为0.38元/Kwh(不含税)和0.76元/Kwh。

**工程施工业务** - 一方面, 考虑到公司居民及商业客户在自有二级管网建设中存在的工程质量较低、运营维护能力不强等问题; 另一方面, 为提前锁定潜在新增供热需求。公司为居民和商业客户提供二级管网建设和运维, 一次性计入当年收入。

图表15： 公司主营业务所覆盖环节

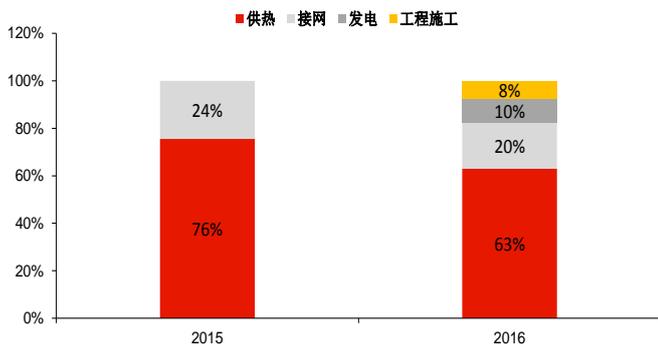


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2016 年公司供热、接网、发电和工程施工四大主营业务分别实现营业收入 12.73 亿元、3.96 亿元、2.02 亿元和 1.52 亿元，占营业收入比例分别为 63%、20%、10%和 8%，其中随着新业务的增加，公司原有供热与接网业务收入占比有所回落。

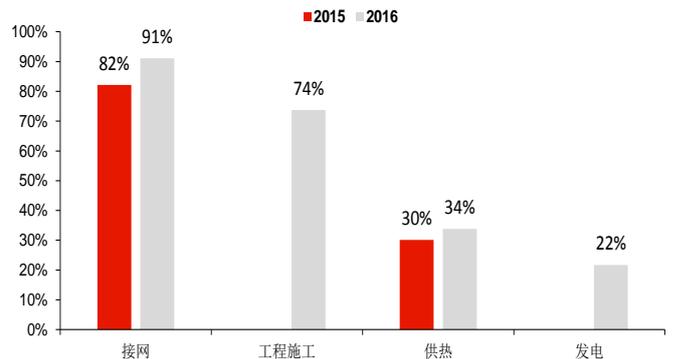
而从公司各主营业务毛利率情况来看，2016 年公司供热业务毛利率同比增长 3.7 个百分点至 33.82%、接网业务毛利率水平同比增长 8.92 个百分点至 91.04%。同期，公司发电业务和工程施工业务毛利率水平分别为 21.68%和 73.69%。

图表16： 2015-2016 年公司主营业务收入占比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表17： 2015-2016 年各主营业务毛利率水平情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 原有区域增速放缓，资产整合助公司重回高增长

公司自 2003 年开始在沈阳地区开在供热业务供热面积约为 150 万平方米左右，随着区域内需求的增长，截止 15 年底公司在原有区域内供热面积已达到 1980 万平米，年复合增长率约为 26.44%。同时，公司通过对浑南 1、2、3 号热源的建设与扩容，到 15 年已实现约 3300 万平米供热能力，接网面积达到 2600 万平米。

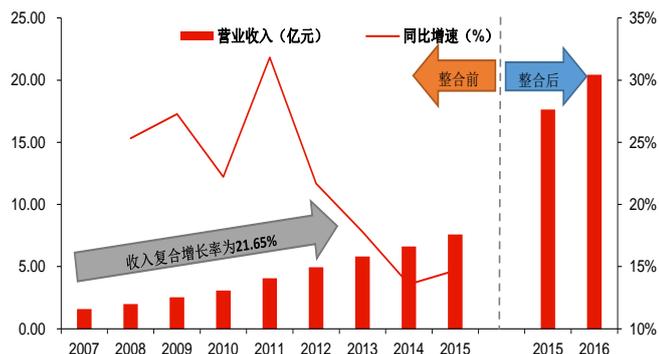
随着原有区域内公司供热能力与供热面积区域饱和，近年来公司年新增供热和接网面积增速逐渐放缓，2013-2015 年公司原有区域供热面积分别为 1500 万平方米、1760 万平方米和 1980 万平方米，分别同比增长 15.38%、17.33%和 12.50%。同期，公司接网面积分别为 2100 万平方米、2400 万平方米和 2600 万平方米，增幅分别为 16.67%、14.29%和 8.33%。

同期，公司营业收入水平分别为 5.82 亿元、6.61 亿元和 7.58 亿元，同比增幅分别为 17.88%、13.66%和 14.55%；净利润水平分别为 1.39 亿元、1.63 亿元和 1.77 亿元，分别同比增长 25.92%、17.38%和 8.48%。

而通过此次整合，公司在沈阳区域内的供热与接网面积大幅增长，同时，包括国润低碳、国新新能源、国惠新能源等热源点所覆盖供热范围正处于快速发展阶段。追溯调整后，公司2015-2016年供热面积分别为3980万平方米和4600万平方米；我们预计接网面积分别为4700万平方米和6160万平方米，供热与接网面积2016年同比增幅分别为25.13%和31.91%。

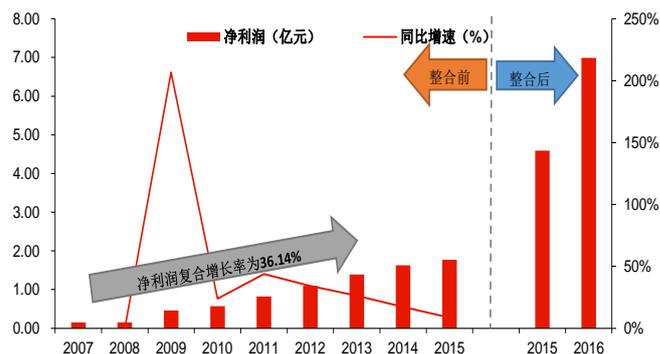
同期，公司收入与净利润水平分别为20.44亿元和6.99亿元，同比增长15.95%和52.20%。公司报告期内净利润增速高于收入增速主要原因一方面在于供热资产与覆盖区域整合后，协同效应提升，降低了公司的运营成本；另一方面在于公司获得部分投资收益。

图表18：2007-2016年公司收入及增速情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表19：2007-2016年公司净利润及增速情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从单个季度经营情况来看，公司收入与净利润水平存在明显的季节性特点，其中每年一季度和四季度收入与净利润合计规模可占到全年水平的80-90%。我们预计随着未来公司发电、工业蒸汽及工程施工业务占比的提升，公司收入与净利润的强季节性特点将会有所好转。

而从公司综合毛利率水平来看，作为一家高效节能的供热龙头企业，公司从原料、设备入手进行匹配与改进在降低炉渣含碳量的同时，适度减少厂用电成本，并通过自主开发、安装热源点及管网自动化监控系统，最终实现了优于行业竞争对手的成本控制能力。

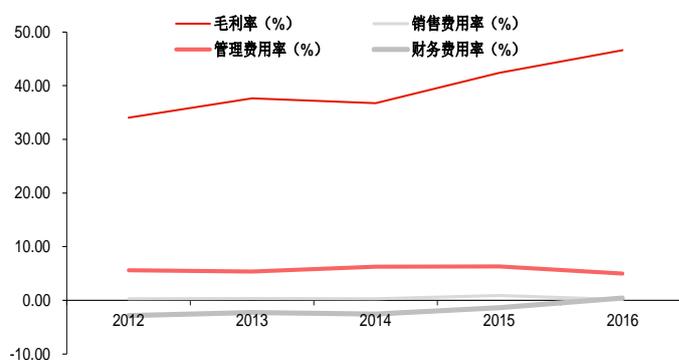
近年来公司综合毛利率水平持续提升，2013-2016年分别为37.66%、36.77%、42.39%和46.62%，远高于行业平均毛利率水平。同期，公司期间费用率水平分别为3.47%、4.01%、5.83%和5.82%。

图表20：2015-2016年公司单季度收入与净利润情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21：2012-2016年公司综合毛利率与期间费用率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

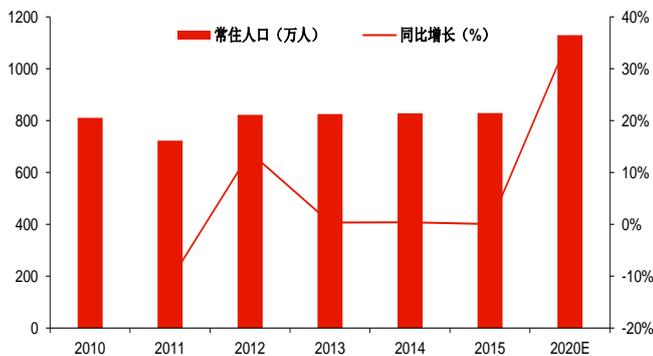
## 坐拥优质供热区域，发展清洁与传统热源联供

### 市政规划利于公司发展，“拆小上大”为企业创造机遇

截止 2015 年，沈阳市常驻人口总数已达到 829.10 万人，总户数约为 265.16 万户，如按照人均 30 平方米计算，全市存量冬季供暖需求约为 2.49 亿平方米。如按照沈阳市《城市总体规划（2011-2020）》中提出的，到 2020 年常驻人口达到 1130 万人计算，对应冬季供暖累计需求预计为 3.39 亿平方米，较 2015 年需求增长 36.14%，中心城区人口约为 735 万人，预计供热需求约为 2.21 亿平方米。

而从沈阳市各行政区发展定位来看，浑南新区已经成为沈阳市中心老城区南延的核心区域，并与老城区合并为未来沈阳市的中心城区。区域内已建成标志性交通设施包括沈阳高铁南站、沈阳桃仙机场、地铁与地面轻轨等。同时，包括沈阳市政府、以及多所大学也已陆续迁入浑南区。而该区域正是公司供暖业务的核心覆盖区域之一，未来的供暖和接网业务增速有望高于全市水平。

图表 22：沈阳市常驻人口增长规划



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 23：沈阳新城区空间构架图（蓝色区域为浑南区）



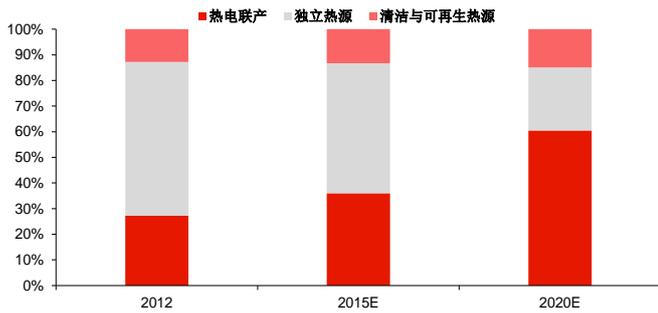
资料来源：辽宁日报，华泰证券研究所

除自然增长供热需求外，沈阳市政府为进一步加大供热节能力度以减少能源消耗与污染物排放，已启动逐步淘汰小型燃煤锅炉、改扩建老旧供热管网计划，在全市范围内实行“拆小上大”、管网互联。2006 年沈阳市内供热企业数量曾多达 350 家左右，到 2015 年末供热企业数量已经减少至 247 家，企业数量降幅约 30%。

而根据《沈阳城市供热规划（2013-2020）》，2012 年底沈阳市热电联产(含调峰热源厂)供热面积 6590 万平方米，占总供热面积的 27.3%；独立的热源厂、锅炉房供热面积 1.45 亿平方米，占总供热面积的 59.9%；其他能源（清洁与可再生能源）供热面积 3100 万平方米，占总供热面积的 12.8%。热电联产、锅炉房与清洁能源、可再生能源供热面积之比为 27.3：59.9：12.8。并计划到 2015 和 2020 年分别将该比例调整到 36：50.7：13.3 与 60.5：24.6：14.9。这也就意味着目前占比高达 59.9% 的独立热源厂与锅炉房的市场空间会被大幅压缩。

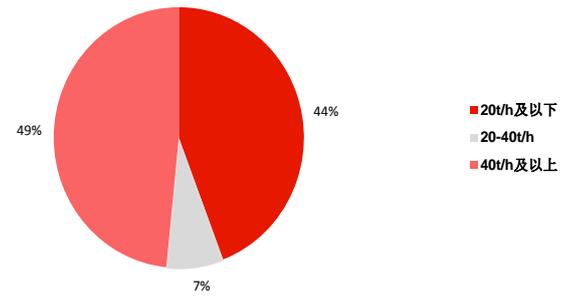
减少独立热源厂与锅炉房市场空间的主因在于，行业内仍以中小型锅炉为主流设备，在排放物指标以及能源效率方面，都很难达到要求。从 2012 年末情况来看，由独立热源厂、锅炉房提供热力的 1.45 亿平方米，40t/h 及以上的集中热源厂供热面积为 7024 万平方米，占全市供热面积的 29%、而 20t/h - 40t/h 锅炉房供热面积为 1067 万平方米，占比全市供热面积的 4.4%、20t/h 及以下锅炉房供热面积为 6419 万平方米，占全市供热面积约为 26.5%。预计在未来将被逐步替代的为 40t/h 及以下的供热厂，这部分市场空间将被热电联产与清洁、可再生能源供热所替代。

图表24：沈阳市供热机组占比与规划占比情况



资料来源：《沈阳城市供热规划（2013-2020）》，华泰证券研究所

图表25：2015年独立热源、锅炉房供热占比情况



资料来源：《沈阳城市供热规划（2013-2020）》，华泰证券研究所

根据规划在 2013-2015 年间，沈阳市计划拆除或改造 20t/h 及以下燃煤锅炉房 392 座，2016-2017 年拆除或改造全部单台容量 20t/h (14MW) 以下的燃煤供热锅炉房 373 座，2018-2020 年逐步拆除或改造单台容量 40t/h(29MW)以下的燃煤供热锅炉房 65 座。2020 年以前，沈阳市内中小锅炉房的拆除与改造需求依然较大，如最终能完成目标预计未来 4 年间可释放约 7000 万平方米的供热需求。

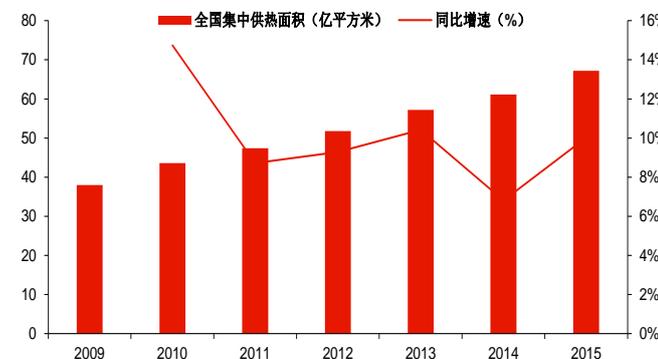
资产收购后，上市公司旗下共有热源点 8 座，其中 7 座位于辽宁省沈阳市中心城区，主要覆盖区域包括沈阳市浑南新区、北部城区及部分中心老城区。其中包括国润低碳、国新新能源、国惠新能源和浑南 3 号热源点均具备进一步扩容能力，现阶段公司在建项目均为具备热电联产能力的机组。同时，公司 7 个热源点均为沈阳市供热远期规划中的存量热源项目，公司将充分享受区域内自然增长与“拆小上大”所带来的市场机遇。

### 全国集中供热面积持续增长，异地发展空间大

目前，我国城市中常用的供热方式主要有集中供热、区域锅炉房供热、分户供热等，以集中供热为主要方式，而冬季民用供热区域主要分布在“三北”地区的十三个省市、直辖市和自治区，以及山东、河南两省部分地区。

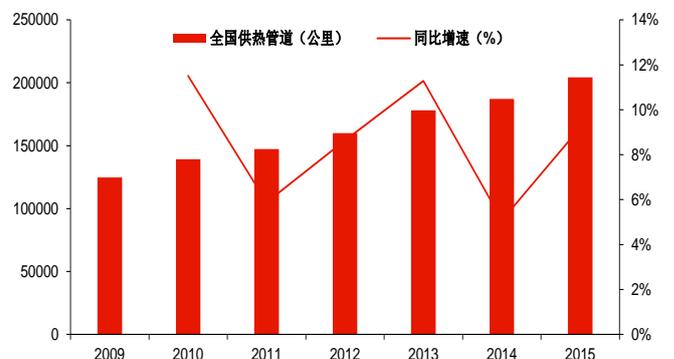
截止 2015 年底，我国城市集中供热面积已经达到 67.22 亿平方米，同比 2014 年增长 10.01%；集中供热蒸汽与热水管道累计长度达到 20.44 万公里，同比增长 9.19%；公司资产收购后供热面积占全国总供热面积比例约为 0.9%。

图表26：2009-2015年全国城市集中供热面积及增速



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表27：2009-2015年全国供热管网建设情况及增速



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

从供热行业内竞争与发展格局来看，城市供热企业具备区域垄断性的特点，一般情况下供热企业所在区域或城市都有较为明确的供热范围，担负着政府所批复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极小。而企业供热与接网面积的增长除来自于辖区内自然增长外，更多的通过兼并、收购，从而拓展自身的供热区域。

随着全国集中供热面积的持续增长，近年来包括中央及地方政府等部门，已经将工作重心转移到加快对于供热行业节能与减排问题的治理方面。2013年国务院出台《大气污染防治行动计划》，要求全面整治燃煤小锅炉，加快推进集中供热，到2017年除必要以外，地级及以上城市基本淘汰10t/h及以下的燃煤锅炉，禁止新建20蒸吨以下的燃煤锅炉；到2020年淘汰国内10t/h-35t/h锅炉。

同时，2016年发改委、环保部等多部委联合发布《热电联产管理办法》、《东北振兴“十三五”规划》等政策，要求力争实现北方大中型以上城市热电联产集中供热率达到60%以上，加快重点行业脱硫、脱硝、除尘改造，确保工业污染源全面达标排放。优化区域燃煤热源布局，积极改造燃煤锅炉，提高燃煤标准，加快淘汰供热小锅炉。同时要求，热电联产机组电量电网优先收购，鼓励按电改精神成立售电售热一体化公司，对工业园区内直供电并支付过网费。

图表28： 供热行业政策监管及引导

政策	具体内容
辽宁省 《辽宁省关于蓝天工程的实施意见》	辽宁省将加快推进“拆大并小”，鼓励建设大型热源厂，各市城区以热电联产为主，严格控制新建燃煤热源；
沈阳市 《沈阳城市供热规划（2013-2020）》	明确2020年沈阳市供热热源结构、热源厂名单以及“拆小上大”规划；
国务院 《大气污染防治行动计划》	全面整治燃煤小锅炉。加快推进集中供热，到2017年，除必要以外，地级及以上城市基本淘汰10蒸吨及以下的燃煤锅炉，禁止新建20蒸吨以下的燃煤锅炉；
国务院 《支持东北振兴若干重大政策举措的意见》	大力推进东北地区城市供热管网设施改造。结合既有建筑节能、管网改造以及热电联产机组建设，组织实施东北“暖房子”工程。在东北地区加快审批建设一批热电联产集中供热项目；
环保部 《热电联产管理办法》	力争实现北方大中型以上城市热电联产集中供热率达到60%以上，同步推进燃煤锅炉和落后小热电机组的替代关停。以热水、蒸汽为供热介质的热电联产机组，供热半径一般按20公里、10公里考虑。供热范围内原则上不再另行规划建设其他热源点。热电联产机组电量电网优先收购，鼓励按电改精神成立售电售热一体化公司，对工业园区内直供电并支付过网费；
发改委 《东北振兴“十三五”规划》	提高传统能源利用效率，有序发展清洁能源和新能源。严控新增火电装机，优先发展背压式热电联产机组，淘汰落后煤电机组，推进燃煤机组实施超低排放和节能改造。加快重点行业脱硫、脱硝、除尘改造，确保工业污染源全面达标排放。优化区域燃煤热源布局，积极改造燃煤锅炉，提高燃煤标准，加快淘汰供热小锅炉；

资料来源：发改委、环保部，华泰证券研究所

按照国内目前燃煤工业锅炉结构计算，如实现2020年淘汰10t/h-35t/h锅炉目标，集中供热替代比例50%，有望为运营市场释放出约1300亿元的市场空间。随着国内在集中供热领域节能、减排要求的逐渐提高，不具备达标能力的供热企业未来可生存空间将越来越小，大中型供热企业区域内或跨区域整合的步伐有望逐渐提速。

## 精细化管理，助公司盈利能力优于行业

除持续加大供热与接网覆盖面积外，公司对于成本的管控也高度重视，特别是在包括煤炭、厂用电以及热损耗等方面。

首先，作为供热企业最大的成本支出项目，公司煤炭成本曾经一度达到公司总成本的45%左右，而近年来随着煤炭价格的逐步回落，以及公司加大统一采购力度、优选适合自身炉型设备的煤炭原料等手段，已经燃煤费用占总成本比例降低到2016年的31.85%。其次，公司通过新建背压式机组，以及增添低温余热利用等设备，有效降低外采电力成本；最后，公司通过自有三六六科技公司研发的自动化热源点及管网监测系统，有效降低供热管网跑冒滴漏等问题以减少供热过程中的热损失。

截止2016年底，公司供热业务毛利率水平已达到33.82%的水平，优于同行业公司的平均水平。

图表29：行业可比公司供热业务收入与毛利率水平情况

	2015年 供热收入 (亿元)	2015年 供热收入占比 (%)	2015年 供热毛利率 (%)	2016H1 供热毛利率 (%)	2016年 供热毛利率 (%)
宁波热电	3.99	39.79%	25.92%	23.97%	--
哈投股份	8.07	69.21%	27.38%	29.36%	--
东方能源	8.68	33.88%	20.67%	17.43%	--
富春环保	7.48	26.01%	50.68%	61.26%	56.14%
惠天热电	13.47	85.85%	6.88%	12.76%	--
<b>平均</b>			<b>26.31%</b>	<b>28.96%</b>	
联美控股	7.06	73.29%	30.12%	41.59%	33.82%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 发展清洁与传统能源协同供暖，引入 PPP 模式

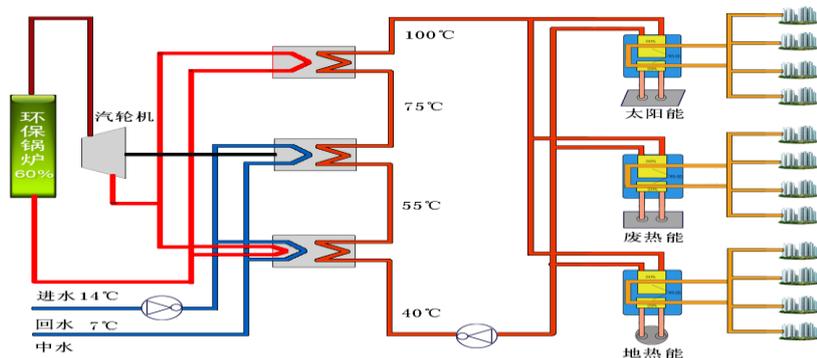
### 清洁与传统热源结合，创建最优供热体系

从发展目标来看，到 2020 年沈阳市清洁能源与可再生能源供热面积占比有望提升到 14.9%，预计供热面积有望达到 5050 万平方米。此次，公司所收购的国惠新能源旗下子公司沈水湾就是专注于清洁能、可再生能源与传统能源协同供热项目的公司，特别是在水源热泵供热方面具备技术优势。

从技术特性来看，与锅炉（电、燃料）和空气源热泵的供热系统相比，水源热泵具备一定的优势。要比电锅炉加热节省三分之二以上的电能，比燃料锅炉节省二分之一以上的能量；由于水源热泵的热源温度全年较为稳定，一般为 10~25℃，其制冷、制热系数可达 3.5~4.4，与传统的空气源热泵相比，要高出 40% 左右。

沈水湾项目通过热动式水源热泵从毗邻的污水处理厂产出的 40 万吨/天、水温 14~16℃ 的中水中提取热量，将低品位热能提升温度后用来加热一次网供热循环水，最大限度的提高热源厂效能。为用户提供优质供暖服务，环保效能显著，该项目采用了公司自主研发的“热泵自洁技术”，被列为国家建设部示范工程；同时，该项目也是我内目前单体装机最大的水源热泵项目。

图表30： 清洁、可再生能源与传统能源协同供热

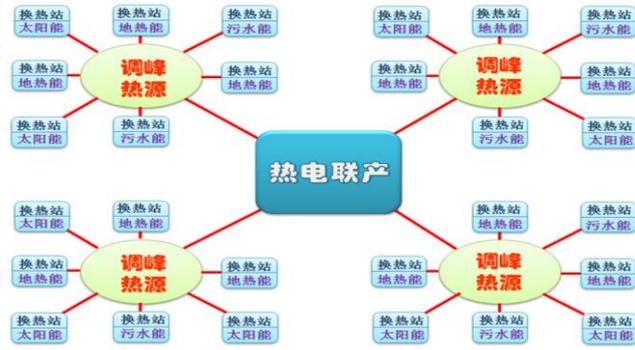


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

除沈水湾项目外，公司也在积极拓展生物质能源热电联产热源项目，目前，公司位于江苏省泰州市的联美生物质能源项目已经投产，装机规模为 30MW。该项目是泰州市政府为辖区内医药高新区内企业配套规划的生物质热电联产项目，也是公司在生物质清洁能源发电领域的首个项目。设计蒸汽年产能 117 万吨，年发电能力 2.1 亿 kWh，未来如区域内需求进一步增长，在整个项目达产后仍具备进一步扩容的空间。同时，公司近期与辽宁省抚顺胜利经济开发区管委会签订《框架协议》，计划在区域内建设生物质发电项目。

基于在传统能源与清洁、可再生能源供热领域的积累，公司正在积极推进新型供热体系的建设，希望通过组合热电联产、热源调峰以及分布式微热源，最终形成主、次、微三级协同供热技术。与传统方式相比，主、次、微热源组网可获得较高的能源利用率和较低的污染物排放水平，并且供热安全性大为提高。

图表31：基于热电联产、调峰热源与分布式热源的主次微网供热模式图

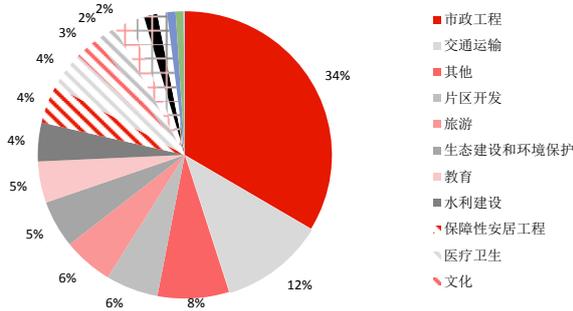


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 拓展 PPP 项目，寻求热电直供机遇

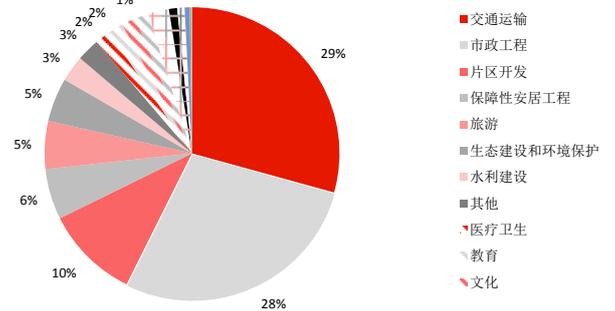
自 2015 年以来，我国主要部委围绕 PPP 项目模式的政策及法律陆续出台，制度的完善已成为 PPP 项目模式在国内市场的广泛推广与应用铺平了道路。截止 2016 年底，我国已入库的 PPP 项目数量达到 11,260 个，涉及总投资规模高达 13.5 万亿元。其中，市政工程、交通运输、片区开发、旅游及环境保护等项目数量占比较大，分别达到 33.58%、11.55%、5.78%、5.54%和 5.32%；而从投资占比来看，交通运输、市政工程和片区开发投资占比最大，分别为 29.31%、28.01%和 10.36%。

图表32：截止 2016 年底入库 PPP 项目行业占比



资料来源：财政部，华泰证券研究所

图表33：截止 2016 年底入库 PPP 项目行业投资占比



资料来源：财政部，华泰证券研究所

公司 2003 年进入供热及发电领域以来，已在包括供热环保、清洁能源项目及管网建设方面积累了丰富的经验。同时，公司常年高于行业内竞争对手的毛利率水平，也已证明其在热源点、管网运维及能源管理方面强劲的实力。后续公司有望借助现有经验与资源，围绕供热环保、清洁能源等领域进行 PPP 项目的布局与拓展，同时，以园区工业蒸汽客户为基础，寻求热、电直供机遇。目前，已入库的市政工程类项目中涉及供热的累计数量 230 个、垃圾处理项目 314 个，对应投资规模分别为 784 亿元和 707 亿元。

## 公司盈利预测与估值

- 1) 供暖业务** - 公司资产收购后供热面积从 2015 年的 1960 万平方米, 提升至 2016 年底的 4600 万平方米左右; 同时, 接网面积已经大幅提升至 6160 万平方米。按照沈阳市供暖价格居民 26 元/平方米、商业约为 28 元/平方米以及公司与工业客户签订的蒸汽供应价格计算, 预计公司 2017-2018 年供暖与蒸汽业务收入规模可达到 17.23 亿元和 21.20 亿元。
- 2) 发电业务** - 目前公司旗下新北热电和联美生物质电站均具备发电业务, 预计两个项目年发电量约为 4.5 亿 kWh, 分别按照各自上网电价计算后, 预计 2017-2018 年电费收入约为 2.1 亿元和 2.19 亿元。
- 3) 工程施工业务** - 公司工程施工业务主要以为客户建设二级管网项目为主, 一次性确认收入, 预计 2017-2018 年该项业务收入规模分别为 2.41 亿元和 2.75 亿元;
- 4) 接网业务** - 截止 2016 年底公司递延收入约为 22.86 亿元, 同时, 考虑到公司所在区域内仍有未接网面积约 7000 万平, 2017-2018 年接网业务收入规模预计分别为 4.5 亿元和 4.9 亿元;
- 5) 综合毛利率水平** - 一方面, 考虑到公司资产整合后热源与管网之间系统效应的提升, 有助于公司供热业务毛利率的提升; 另一方面, 煤价涨势放缓也有助于公司成本的控制。预计公司综合毛利率水平维持在 48% 左右;
- 6) 期间费用** - 公司供暖业务结构稳定, 在营销与管理费用率方面大幅提升的可能性不大, 同时, 公司在手现金充裕财务费用率也可维持低位, 预计公司期间费用率水平可维持在 5.5% 左右;

预计公司 2017-2018 年净利润水平分别为 8.69 亿元和 10.56 亿元, 如按公司配套募资前股本计算, 每股盈利分别为 1.28 元和 1.55 元, 对应市盈率分别为 17 倍和 14 倍。如按照公司配套募集资金完成后股本计算 (以 13.09 元/股底价发行), 预计公司 2017-2018 年每股盈利分别为 0.89 元和 1.08 元, 对应市盈率分别为 24 倍和 20 倍。

首先, 考虑到 A 股上市公司中与公司同样从事相近业务的公司包括东方能源、惠天热电、哈投股份、大连热电与富春环保等, 剔除估值过高的大连热电后, 同类公司 2017-2018 年平均 PE 分别为 32.80 倍和 28.04 倍。其次, 公司配套募集采用竞价发行, 当前价格较发行底价 13.09 元/股溢价 63.48%, 实际配套募集摊薄比例或小于底价发行。最后, 考虑到公司未来在区域内和跨区域供热业务的发展能力、以及在清洁能源及可再生能源供热领域的技术优势, 首次给予公司“买入”评级, 给予公司按底价增发摊薄后 2017 年 PE 区间 30-33 倍, 对应目标价应为 26.70 元- 29.37 元。

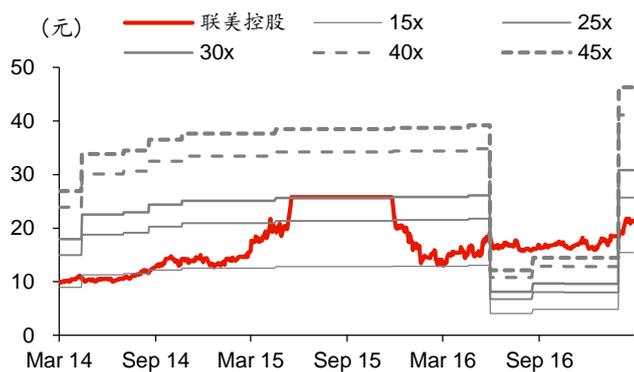
图表34: 同行业公司估值比较 (2017-03-07)

证券代码	证券简称	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	EPS			PE		
					(2016E)	(2017E)	(2018E)	(2016E)	(2017E)	(2018E)
000958.SZ	东方能源	14.39	79.69	47.95	0.66	0.76	0.86	21.80	18.93	16.73
000692.SZ	惠天热电	6.70	35.59	35.70	0.10	0.12	0.14	67.00	55.83	47.86
600719.SH	大连热电	8.89	35.65	35.97	0.04	0.06	0.08	222.25	148.17	111.13
600864.SH	哈投股份	10.45	224.14	57.10	0.29	0.34	0.38	36.03	30.74	27.50
002479.SZ	富春环保	12.85	102.17	93.52	0.31	0.50	0.64	41.45	25.70	20.08
<b>平均值*</b>								<b>41.57</b>	<b>32.80</b>	<b>28.04</b>
600167.SH	联美控股 (配套募资前)	21.38	145.14	23.92	1.03	1.28	1.55	20.83	16.74	13.79
600167.SH	联美控股 (配套募资后)*	21.38	183.84	23.92	0.72	0.89	1.08	29.70	24.04	19.81

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

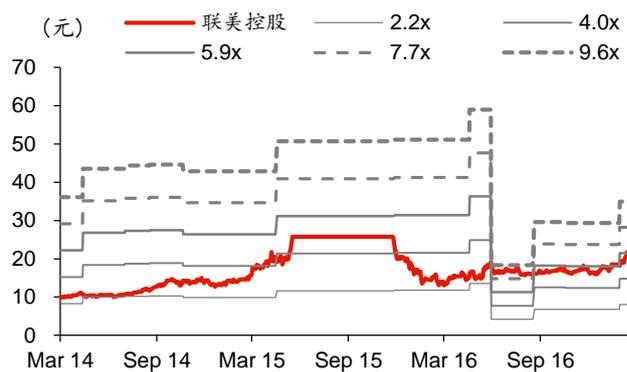
\*平均值不包括大连热电, 因估值过高; 配套募资后股本按 13.09 元/股, 底价发行计算;

图表35: 联美控股历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表36: 联美控股历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**风险提示:** 煤炭价格大幅上涨导致公司供热成本增加; 公司新接网面积增速不达预期。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,204	2,647	4,720	7,013	9,637
现金	1,023	1,274	718.46	2,611	3,697
应收账款	113.11	194.74	1,785	2,330	2,637
其他应收账款	924.23	1,019	1,083	1,474	1,776
预付账款	16.44	31.58	37.39	163.83	175.45
存货	85.24	85.81	837.05	273.63	1,058
其他流动资产	41.73	42.21	259.45	159.73	293.28
非流动资产	3,751	3,841	3,038	2,787	2,533
长期投资	98.08	0.40	0.00	0.00	0.00
固定投资	2,607	2,702	2,555	2,356	2,131
无形资产	308.82	301.88	294.61	287.41	280.18
其他非流动资产	737.20	836.96	188.58	144.07	121.12
资产总计	5,955	6,489	7,758	9,800	12,170
流动负债	1,843	1,597	2,316	2,774	3,552
短期借款	30.00	0.00	300.00	350.00	550.00
应付账款	522.60	462.82	630.14	746.92	973.89
其他流动负债	1,291	1,134	1,386	1,677	2,028
非流动负债	2,309	2,381	2,043	2,546	2,840
长期借款	239.77	95.43	245.43	495.43	795.43
其他非流动负债	2,069	2,286	1,797	2,051	2,045
负债合计	4,152	3,979	4,359	5,320	6,392
少数股东权益	14.22	29.22	49.40	73.85	103.24
股本	211.00	680.15	680.15	680.15	680.15
资本公积	545.00	75.92	75.92	75.92	75.92
留存公积	1,024	1,723	2,594	3,650	4,919
归属母公司股	1,788	2,481	3,350	4,406	5,675
负债和股东权益	5,955	6,489	7,758	9,800	12,170

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,046	1,026	(1,597)	1,522	486.80
净利润	470.68	715.84	889.64	1,080	1,298
折旧摊销	259.69	305.87	245.50	251.33	254.31
财务费用	40.27	8.64	(10.28)	(9.19)	(9.17)
投资损失	(0.00)	(80.77)	(30.00)	(60.00)	(90.00)
营运资金变动	223.79	49.99	(2,475)	81.82	(1,045)
其他经营现金	51.99	26.26	(217.18)	177.95	78.62
投资活动现金	(451.15)	(462.58)	582.56	61.50	89.75
资本支出	440.54	520.29	0.00	0.00	0.00
长期投资	(13.20)	(69.88)	(554.66)	0.00	0.00
其他投资现金	(23.81)	(12.17)	27.90	61.50	89.75
筹资活动现金	(1,201)	(307.40)	459.08	309.19	509.17
短期借款	30.00	(30.00)	300.00	50.00	200.00
长期借款	239.77	(144.34)	150.00	250.00	300.00
普通股增加	0.00	469.15	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	297.98	(469.08)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,769)	(133.13)	9.08	9.19	9.17
现金净增加额	(606.19)	255.85	(555.46)	1,893	1,086

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,763	2,044	2,565	3,165	3,887
营业成本	947.92	1,091	1,292	1,638	2,064
营业税金及附加	34.05	19.38	37.11	43.08	51.35
营业费用	3.12	3.01	4.58	5.31	6.53
管理费用	118.02	107.42	141.05	175.63	214.17
财务费用	40.27	8.64	(10.28)	(9.19)	(9.17)
资产减值损失	4.79	6.00	3.53	3.84	4.06
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	80.77	30.00	60.00	90.00
营业利润	615.06	889.54	1,127	1,368	1,646
营业外收入	21.44	35.88	38.00	41.00	45.00
营业外支出	29.63	1.81	11.15	11.59	11.67
利润总额	606.87	923.61	1,153	1,397	1,679
所得税	136.18	207.77	263.72	316.71	381.31
净利润	470.68	715.84	889.64	1,080	1,298
少数股东损益	11.47	16.92	20.18	24.45	29.39
归属母公司净利润	459.21	698.92	869.45	1,056	1,269
EBITDA (倍)	915.02	1,204	1,362	1,610	1,891
EPS (元)	0.68	1.03	1.28	1.55	1.87

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	166.56	15.95	25.44	23.40	22.83
营业利润	202.10	44.63	26.64	21.40	20.36
归属母公司净利润	182.09	52.20	24.40	21.43	20.15
获利能力 (%)					
毛利率	46.24	46.62	49.62	48.23	46.90
净利率	26.04	34.19	33.90	33.36	32.64
ROE	25.68	28.17	25.95	23.96	22.36
ROIC	19.94	23.33	17.42	22.42	23.47
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.73	61.32	56.18	54.29	52.52
净负债比率 (%)	9.39	2.40	12.51	15.89	21.05
流动比率	1.20	1.66	2.04	2.53	2.71
速动比率	1.15	1.60	1.68	2.43	2.42
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.33	0.36	0.36	0.35
应收账款周转率	27.20	12.47	2.27	1.38	1.43
应付账款周转率	2.62	2.21	2.36	2.38	2.40
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.68	1.03	1.28	1.55	1.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	1.51	(2.35)	2.24	0.72
每股净资产(最新摊薄)	2.63	3.65	4.93	6.48	8.34
估值比率					
PE (倍)	31.70	20.83	16.74	13.79	11.47
PB (倍)	8.14	5.87	4.34	3.30	2.56
EV_EBITDA (倍)	14.00	10.64	9.41	7.96	6.77

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、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力。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。

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。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com