

2017年05月15日

# 中利集团 (002309)

## ——全面布局光伏产业链，光通信业务有望超预期

报告原因：首次覆盖

### 增持 (首次评级)

市场数据：2017年05月12日

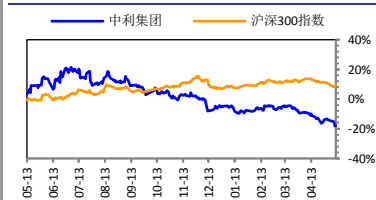
收盘价(元)	12.2
一年内最高/最低(元)	18.45/11.9
市净率	1.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	4529
上证指数/深证成指	3083.51/9787.99

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	8.46
资产负债率%	76.89
总股本/流通A股(百万)	641/371
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

无

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002

liuxn@swsresearch.com

韩启明 A0230516080005

hanqm@swsresearch.com

研究支持

郑嘉伟 A0230116110002

zhengjw@swsresearch.com

联系人

宋欢

(8621)23297818×7409

songhuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司是国内阻燃耐火软电缆龙头，积极布局光伏全产业链。**公司前身为常熟市唐市电线厂，成立于1988年，2009年11月27日在深交所上市。公司主要从事光缆、电缆和光伏电池片、组件的生产与销售，以及光伏电站的开发建设与转让。公司在其传统阻燃耐火软电缆领域处于国内绝对领先地位。2011年以来响应国家关于支持光伏产业的政策号召，公司通过其控股子公司腾辉光伏拓展国内外光伏电站业务，累计开发转让（含EPC）超过1.5GW光伏电站，并积极布局光伏全产业链。
- **2016年光伏并网指标发放延迟，拖累公司业绩下降。**由于2016年第四季度大部分省份推迟核准并发放并网指标，使得公司大部分已建光伏电站的并网进度滞后。公司全资子公司腾辉光伏2016年度光伏电站获得建设指标并开工建设超过500MW，而仅实现90MW电站转让，对公司2016年度业绩造成负面影响。
- **拓展海外光伏产业链，海外收入逐年提升。**公司坚持拓展海外市场，海外营业收入从2010年的0.199亿元到2015年的17.59亿元，年复合增长率高达145.1%；占营业总收入的比例从2010年的0.68%增长到2015年的14.49%；海外扩张的区域从亚洲市场扩展到全球市场；海外扩张的产品从特种电缆到光伏全产业链。2016年上半年，光伏组件的海外销售、EPC工程收入增速，使得光伏业务收入达到24.93亿元，同比增长63.61%。
- **信息化建设提速+光通信产能扩张，公司相关业务有望超预期。**随着我国信息化建设的高速发展，“三网融合”、“宽带中国”、“互联网+”、“提速降费”等国家战略的实施，我国光通信行业不断发展，2016年我国光纤光缆需求量为2.4亿芯公里，2017年预计将有10%-20%的增长，即需求量将达到2.64到2.88亿芯公里。公司规划产能扩张，包括年产600吨光纤预制棒项目和年产1300万芯公里光纤项目，项目总投资额为11.1亿元，我们认为随着产能释放，光纤业务有望成为公司一大业绩增长点。
- **盈利预测与估值：**公司是国内阻燃耐火软电缆龙头，积极布局光伏全产业链。国内光纤光缆需求旺盛，同时受益海外光伏发展，公司2017年业绩有望改善。我们预计公司2017-2019年归母净利润分别为6.88亿元、4.06亿元、4.14亿元，对应EPS分别为1.07、0.63和0.65元/股，当前股价对应PE分别为11倍、19倍和19倍。可比公司2017年与2018年平均估值分别为26倍与22倍，考虑到公司2016年光伏电站受到限电并网影响，电站销售延后至2017年销售，导致2017年业绩大幅增长，2018年以后将维持稳定，因此我们给予公司2018年22倍PE。首次覆盖给予“增持”。
- **风险提示：**光伏行业限电率持续上升，公司电站并网转让不达预期；海外市场表现不及预期；光通信市场竞争加剧。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11,292	2,919	13,756	12,899	13,310
同比增长率(%)	-6.99	11.84	21.82	-6.23	3.19
净利润(百万元)	74	-251	688	406	414
同比增长率(%)	-82.12	-	826.58	-40.99	1.97
每股收益(元/股)	0.12	-0.39	1.07	0.63	0.65
毛利率(%)	19.6	11.7	21.6	19.8	19.3
ROE(%)	1.3	-4.6	10.8	6.0	5.8
市盈率	105		11	19	19

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

公司是国内阻燃耐火软电缆龙头，积极布局光伏全产业链。国内光纤光缆需求旺盛，同时受益海外光伏发展，公司 2017 年业绩有望改善。我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 6.88 亿元、4.06 亿元、4.14 亿元，对应 EPS 分别为 1.07、0.63 和 0.65 元/股，当前股价对应 PE 分别为 11 倍、19 倍和 19 倍。可比公司 2017 年与 2018 年平均估值分别为 26 倍与 22 倍，考虑到公司 2016 年光伏电站受到限电并网影响，电站销售延后至 2017 年销售，导致 2017 年业绩大幅增长，2018 年以后将维持稳定，因此我们给予公司 2018 年 22 倍 PE。首次覆盖给予“增持”。

### 关键假设点

2017 至 2018 年，中利集团摆脱并网困扰，电站业务收入快速增长。

2017-2019 年，公司组件板块的收入增速预计分别达到 12%、5%和 5%。

2017-2019 年，公司光缆业务的收入增速预计分别达到 32%、20%和 10%。

### 有别于大众的认识

公司 16 年业绩下滑主要受电站转让延迟影响，体现出光伏行业 BT（建设-转让）商业模式的运营风险。BT 商业模式的两大风险就是项目建设管理能力风险和项目回购风险，包括项目建设质量和施工进度低于预期、回购方的信用风险、建设成本的价格波动风险等。公司受 2016 年并网指标发放延迟的影响，2016 年仅实现 90MW 的电站转让，大幅低于 2015 年水平。由于上网电价的调整，我们认为公司拟转让的光伏电站价值出现一定程度的下滑，但预计 2017 年上半年获得并网指标后，有望实现 250MW 以上的电站转让量，会带来公司 2017 年业绩的大幅增长。

非光伏板块有望贡献超预期的表现。2017 年政府工作报告中明确指出信息基础设施将成为推动国家经济转型升级的基石，全面实施第五代移动通信技术研发和转换，完成 3 万个行政村通光纤，电信运营商需要加大最后一公里的投资。5G 技术和基础设施建设支持有望带动物联网产业爆发，宏观层面对于加大信息基建拉动经济的决心明确。当前通信行业“光进铜退”正在进行，光纤需求量巨大，光纤行业保持高景气。我们认为公司的光棒光纤光缆与智能通讯自主网设备业务，有望把握行业快速发展的良好形势，进一步扩大规模和开拓市场。

### 股价表现的催化剂

光伏电站并网转让加速；海外市场收入加速；光纤预制棒、光纤产能建成投产。

### 核心假设风险

电站并网转让低于预期；海外市场表现不及预期；光通信市场竞争加剧。

## 目 录

<b>1. 公司是光伏领域的民营龙头 .....</b>	<b>6</b>
1.1 国内阻燃耐火软电缆龙头，积极布局光伏全产业链 .....	6
<b>2. 公司光伏电站板块业绩有望好转 .....</b>	<b>9</b>
2.1 我国光伏行业尚有发展空间 .....	9
2.2 跨区交易+特高压外送，利好光伏限电问题解决 .....	10
2.3 公司光伏电站业务板块采用 EPC/BT 模式 .....	12
2.4 政策发力解决弃风限电问题，有助于下游客户运营获利 .....	13
<b>3. “一带一路”开启中国光伏全球新征程 .....</b>	<b>14</b>
3.1 公司积极开展海外业务，国际影响力逐年提升 .....	14
3.2 海外布局三阶段，全面展开产业链布局 .....	16
<b>4. 借助中利品牌优势，传统业务稳步增长 .....</b>	<b>17</b>
<b>5. 光通信行业发展迅速，公司积极扩充产能 .....</b>	<b>18</b>
5.1 光纤光缆市场需求旺盛，公司积极扩产应对 .....	18
5.2 公司积极涉足光纤预制棒-光纤-光缆全产业链 .....	19
<b>6. 围绕创新业务进入军工领域 积极布局创新业务 .....</b>	<b>20</b>
6.1 探索未来发展方向 积极布局创新业务领域 .....	20
6.2 控股中利电子 布局军工领域 .....	20
<b>7. 盈利预测与估值 .....</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 公司 2016H1 营收分布情况 .....	6
图 2: 公司 2016H1 毛利润构成情况 .....	6
图 3: 公司组织结构图 .....	7
图 4: 公司营业收入及同比增长 (单位: 百万元) .....	7
图 5: 公司归母净利润及同比增长 (单位: 百万元) .....	7
图 6: 中国光伏累计装机量 (GW) .....	9
图 7: 公司光伏电站业务模式.....	12
图 8: 公司历年海外收入及占比情况 (单位: 百万元) .....	14
图 9: 公司海外分支机构遍布全球市场.....	15
图 11: 公司五大产业板块.....	17
图 12: 2011-2015 年公司电缆及新材料产业收入情况 (单位: 百万元) .....	18
图 13: 2012-2016 年中国光纤需求量 (单位: 万芯公里) 及需求增速.....	19
表 1: 公司前十大股东明细 (2016 年三季度) .....	6
表 2: 2017 年定向增发投入 350MW 电站项目 (单位: 万元) .....	8
表 3: 公司第一期员工持股计划名单及份额分配情况 .....	8
表 4: 中国及国际平均光伏电站投资成本.....	9
表 5: 国家发改委发布《关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知》详情 .....	10
表 6: 特高压开工项目及预计投运时间 .....	10
表 7: 2015 年 A 股上市公司中光伏电站业务统计 .....	12
表 8: 光伏发电重点地区最低保障收购年利用小时数核定表.....	13
表 9: 100MW 光伏电站利用小时数对年均利润的影响 (单位: 万元) .....	13
表 10: 公司与地方政府签订的战略合作协议 .....	14
表 11: 中利集团海外布局 .....	15
表 12: 2015 年公司主要境外资产情况.....	17
表 13: 公司创新业务布局 .....	20
表 14: 中利电子股权变动情况 .....	21

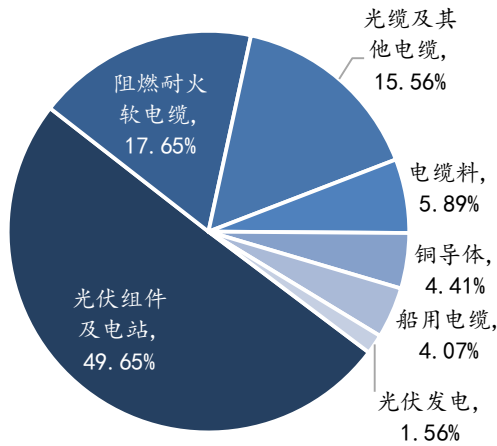
表 16: 可比公司估值表.....	21
表 17: 利润表.....	22

# 1. 公司是光伏领域的民营龙头

## 1.1 国内阻燃耐火软电缆龙头，积极布局光伏全产业链

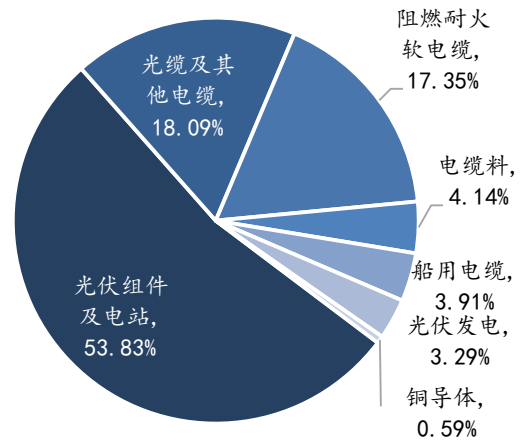
公司早期是国内阻燃耐火软电缆龙头，积极布局光伏全产业链。公司前身为常熟市唐市电线厂，成立于1988年，2009年11月27日在深交所上市。公司主要从事光缆、电缆和光伏电池片、组件的生产与销售，以及光伏电站的开发建设与转让。公司在其传统阻燃耐火软电缆领域处于国内绝对领先地位。2011年，公司响应国家关于支持光伏产业的政策号召，通过其控股子公司腾辉光伏拓展国内外光伏电站业务，累计开发转让（含EPC）超过1.5GW光伏电站，并积极布局光伏全产业链。

图 1：公司 2016H1 营收分布情况



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 2：公司 2016H1 毛利润构成情况



资料来源：Wind、申万宏源研究

王柏兴是公司实际控制人，持股比例 43.40%。截至 2016 年 9 月 30 日，公司总股本 6.414 亿股，王柏兴直接和间接控制的股份合计占总股本 43.30%，为实际控制人，其中直接持股 41.76%，中聚投资持公司股权 2.52%（王柏兴持有中聚投资 61.17% 股权）。王柏兴 1956 年 10 月出生，中国国籍，无境外居留权，大专学历，高级经济师，中共党员。除了控股中利集团，王柏兴还是中盈常熟房地产、中盈铁岭房地产、中鼎江苏房地产和中翼汽车新材料实际控制人。

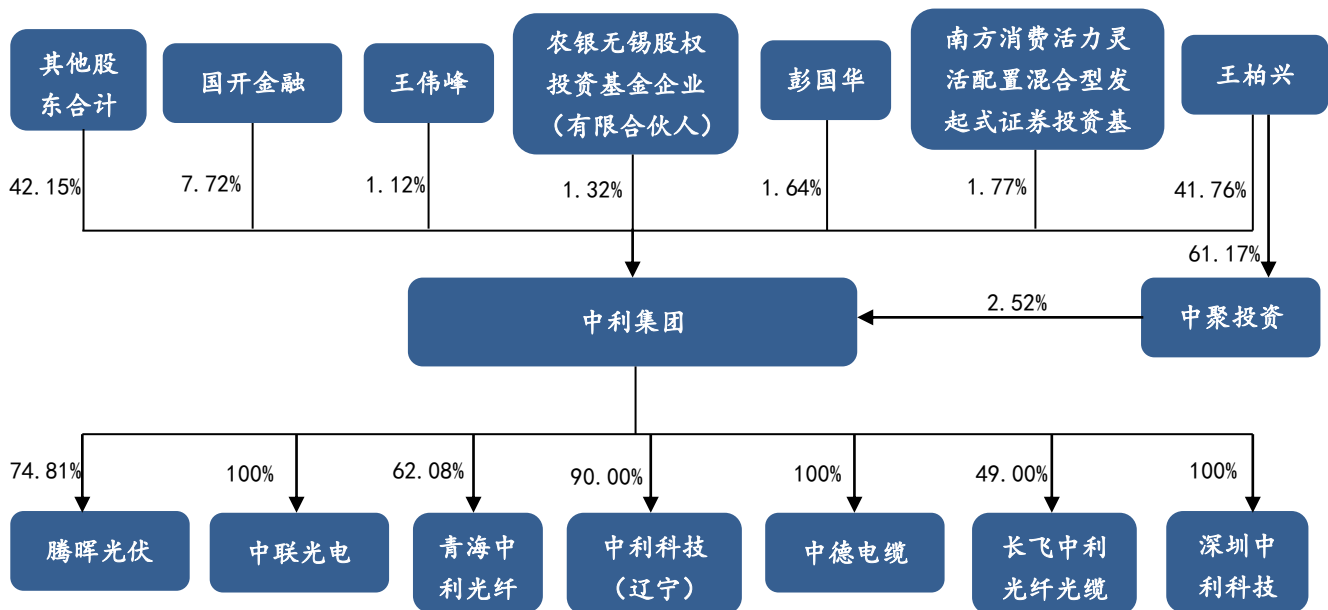
表 1：公司前十大股东明细（2016 年三季度）

排名	股东名称	持股数量 (股)	占总股本比例 (%)
1	王柏兴	267,827,337	41.76
2	国开金融有限责任公司	49,499,116	7.72
3	常熟市中聚投资管理有限公司	16,185,000	2.52

4	中国工商银行股份有限公司-南方消费活力灵活配置混合型发起式证券投资基金	11,358,824	1.77
5	彭国华	10,550,000	1.64
6	农银无锡股权投资基金企业(有限合伙)	8,485,562	1.32
7	王伟峰	7,200,000	1.12
8	无锡国联创投基金企业(有限合伙)	5,657,041	0.88
9	国金证券-浦发银行-国金中利增持1号集合资产管理计划	5,563,359	0.87
10	中国工商银行股份有限公司-嘉实事件驱动股票型证券投资基金	4,752,296	0.74
	合计	387,078,535	60.34

资料来源: Wind、申万宏源研究

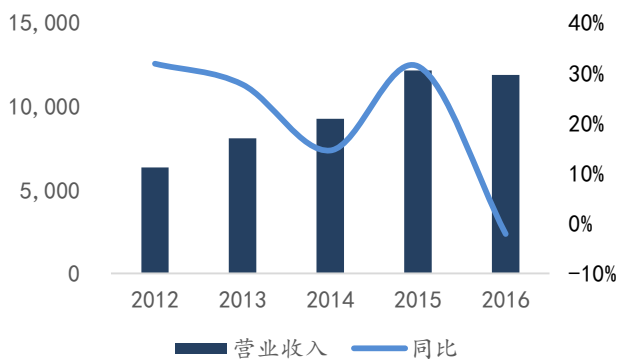
图 3: 公司组织结构图



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

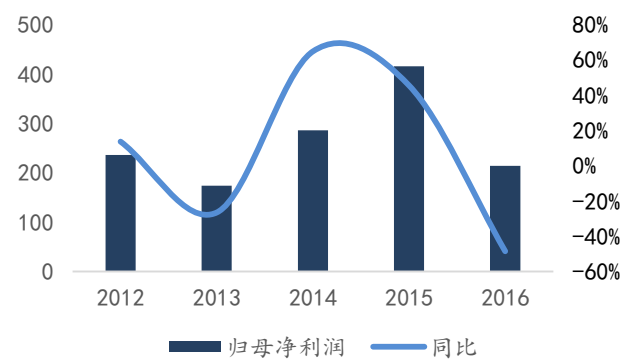
备注: 公司股权结构(2016年三季度报); 公司集团构成(2016年中报)

图 4: 公司营业收入及同比增长(单位: 百万元)



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 5: 公司归母净利润及同比增长(单位: 百万元)



资料来源: Wind、申万宏源研究



**2016 年光伏并网指标发放延迟，拖累公司业绩下降。**由于 2016 年第四季度大部分省份推迟核准并发放并网指标，使得公司大部分已建光伏电站的并网进度滞后。公司全资子公司腾辉光伏 2016 年度光伏电站获得建设指标并开工建设超过 500MW，而仅实现 90MW 电站转让，影响了公司 2016 年度业绩目标的实现。

**定增募集资金 36 亿元，加速发展光伏和光通信业务。**公司拟定向增发 2.312 亿股，募集资金 36.55 亿元，募投项目为 350MW 光伏电站项目（21.68 亿元）、年产 600 吨光纤预制棒和 1300 万芯公里光纤项目（9.87 亿元）、补充流动资金（5 亿元）。此次非公开发行前王柏兴及王伟峰持有或控制的中利科技股份合计为 3 亿股，占中利科技股本总额的比例为 46.79%，发行完成后王柏兴及王伟峰直接持有或者控制的股份合计占公司股本总额的比例不低于 34.39%，王柏兴仍为公司的实际控制人。

**表 2：2017 年定向增发投入 350MW 电站项目（单位：万元）**

项目名称	预计投入总额	拟投入募集资金金额	营业收入	净利率	净利润
河南马村区 50MW 项目	33015.81	30933.97	48198.26	6.48%	3123.25
河南祥符区 80MW 项目	52391.75	48992.83	76484.31	10.59%	8099.69
江西余干 100MW 项目	66026.52	61595.95	96389.08	5.04%	4858.01
安徽定远一期 20MW 项目	13237.12	12447.96	19324.26	9.85%	1903.44
安徽定远二期 20MW 项目	13267.8	12479.18	19369.05	8.70%	1685.11
安徽丰乐 20MW 项目	13799.69	13007.67	20145.53	13.45%	2709.57
浙江湖州 60MW 项目	39625.57	37331.66	57847.55	10.11%	5848.39
合计 350MW 电站项目	231364.26	216789.22	337758.04	8.36%	28227.45

资料来源：公司公告、申万宏源研究

**员工持股计划 1 亿元，进一步完善公司治理结构。**2017 年 2 月 9 日公司发布第一次员工持股计划草案。计划募集资金总额不超过 1 亿元，每份金额 1 元（共 1 亿份），出资参与本次员工持股计划的员工不超过 500 人，其中公司董事、监事、高级管理人员 8 人，合计认购份额不超过员工持股计划总份额的 9.2%。募集资金用于全额认购中海信托-中利集团员工持股计划集合资金信托计划的一般级份额。中海信托-中利集团员工持股计划集合资金信托计划份额上限为 2 亿份，按 1:1 的比例设立优先级份额和一般级份额。按 2017 年 2 月 8 日收盘价 14.03 元/股测算，该信托计划持有公司股票上限为 1425.52 万股，占公司总股本的 2.22%。定向增发和员工持股计划后，王柏兴及王伟峰直接持有或者控制的股份合计占公司股本总额的比例，将由 46.79% 变为 33.83%。此次员工持股计划将进一步完善公司治理结构，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，有利于公司的长远发展。

**表 3：公司第一期员工持股计划名单及份额分配情况**

序号	持有人	出资额（万元）	比例（%）
1	周建新	300	3
2	陈波瀚	300	3



3	胡常青	70	0.7
4	沈恂骥	70	0.7
5	程娴	70	0.7
6	李文嘉	60	0.6
7	谭洁芳	30	0.3
8	徐萍	20	0.2
9	公司其他员工	9080	90.8
	合计	10000	100

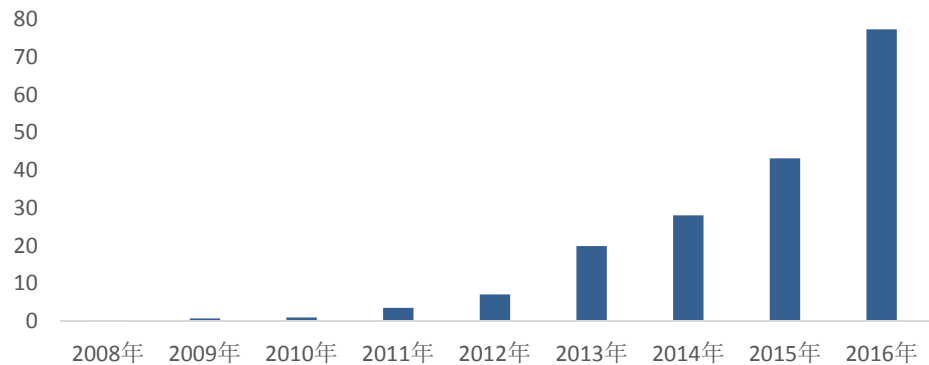
资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2. 公司光伏电站板块业绩有望好转

### 2.1 我国光伏行业尚有发展空间

**我国光伏产业尚有发展空间。**根据国家能源局数据统计，截止 2016 年底，我国光伏发电新增装机量达到 34.54GW，累计装机量 77.42GW，新增和累计装机量均为全球第一。全年发电量 662 亿 KWh，占我国全年总发电量的 1.1%。如果中国在 2020 年实现非化石能源占一次能源消费比重的 20%，对应光伏总装机量预计为 150GW，也就是 2017-2020 年平均每年新增装机量为 18.15GW。虽然相对于 2016 年新增装机量下降，但空间尚存。

图 6：中国光伏累计装机量（GW）



资料来源：国家能源局，申万宏源研究

**技术进步叠加规模效应，光伏发电系统成本持续下降。**由于上游多晶硅持续降价、光伏电池转换效率持续提升、组件封装技术不断改进，我国光伏发电系统成本已从 2009 年的 20 元/瓦降低至 2015 年的 8 元/瓦以下。据第三方机构的预测，到 2020 年，我国地面光伏电站的单位造价有望降至 7 元/瓦以下，分布式光伏电站的单位造价有望降至 7-8 元/瓦。

表 4：中国及国际平均光伏电站投资成本

2009	2013	2015	2020	2030
------	------	------	------	------

中国初始投资价格 (元/瓦)	20	8-10	7.5-9	7-7.5	3-5
IEA 预测国际平均初始价格 (元/瓦)	-	9-11	7-9	4.5-6	3-4.2

资料来源：中国电力企业管理、国际能源署、申万宏源研究

## 2.2 跨区交易+特高压外送，利好光伏限电问题解决

政策完善跨区域电力交易，特高压工程 2017 年集中投运。2016 年 5 月 5 日，国家发改委发布《关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知》，旨在完善电价形成机制，推进跨省跨区电力市场化交易，促进电力资源在更大范围优化配置。此外，特高压输电工程集中 2017 年投运，将有效引入外部负荷，促进新能源的消纳。

表 5：国家发改委发布《关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知》详情

序号	文件内容	文件详情
1	自愿平等	跨省跨区送电由送电、受电市场主体双方在自愿平等基础上，在贯彻落实国家能源战略的前提下，按照“风险共担、利益共享”原则协商或通过市场化交易方式确定送受电量、价格，并建立相应的价格调整机制。
2	鼓励竞争	国家鼓励通过招标等竞争方式确定新建跨省跨区送电项目业主和电价；鼓励送受电双方建立长期、稳定的电量交易和价格调整机制，并以中长期合同形式予以明确。
3	可重新协商	国家已核定的跨省跨区电能交易送电价格，送受电双方可重新协商并按照协商确定的价格执行，协商结果报送国家发展改革委和国家能源局。
4	可上呈协商	送受电双方经协商后确实无法达成一致意见的，可建议国家发展改革委、国家能源局协调。
5	成本监审	国家发展改革委和国家能源局将组织对跨省跨区送电专项输电工程进行成本监审，并根据成本监审结果重新核定输电价格（含线损，下同）。输电价格调整后，同样按照“利益共享、风险共担”的原则将调整幅度在送电方、受电方之间按照 1:1 比例分摊。

资料来源：国家发改委，申万宏源研究

表 6：特高压开工项目及预计投运时间

线路	批准时间	投运时间	规格 (Kv)	长度 (Km)	主要作用	容量 (万千瓦时)
上海庙-山东	2015	2017	±800 直流	1238	落实山东地区大气污染防治行动计划，实现鄂尔多斯区域煤电和清洁能源集约开发，保障山东与华北电网用电需求。	1000
准东-皖南	2015	2017	±1100 直流	3324	世界上首次采用±1100 千伏直流输电电压等级，疆电外送，输送距离提高到 3000 公里以上，提高直流输电效率，节约土地和走廊资源。	1200
滇西北-广东	2015	2017	±800 直流	1928	向广东输送清洁电量，帮助澜沧江上游梯级水电站电力外送，缓解珠三角地区环境污染问题。	500
锡盟-泰州	2015	2017	±800 直流	1620	对锡盟煤电和清洁能源集约开发意义重大，落实长三角大气污染防治计划，保障江苏与华东用电需求。	1000
晋北-	2015	2017	±800 直流	1112	促进山西新能源与煤电集约化规模发展，缓解江	800

江苏					苏、华东地区用电紧张局面。	
酒泉- 湖南	2015	2017	±800 直流	2386	首个服务风电等新能源送出的特高压直流输电工程，促进甘肃新能源与煤电集约化规模开发，缓解华中地区用电紧张局面。	800
蒙西- 天津南	2015	2017	1000 交流	2*608	促进蒙西山西能源基地开发，加快资源优势向经济优势转化，拉动内需和经济增长，带动装备制造业转型升级，提高华北地区电网承载能力，满足京津冀地区用电需求，支撑国家能源消耗强度降低目标实现，落实国家大气污染防治行动计划。	
榆横- 潍坊	2015	2017	1000 交流	2*1048.5	迄今为止输电距离最长的特高压交流工程，有助于推进陕北和晋中能源基地开发，满足京津冀鲁地区电力负荷增长需要。	
淮南- 南京- 上海	2015	2017	1000 交流	2*780	增强长三角地区电网互联互通的能力，满足江苏、上海地区持续增长的用电需求，改善当地空气质量。	1000
锡盟- 山东	2015	2017	1000 交流	2*730	满足京津冀鲁地区电力负荷增长需要，改善大气环境质量，推进内蒙古锡盟能源基地开发，缓解山东用电紧张的情况。	900
灵州- 绍兴	2015	2017	±800 直流	1720	促进宁夏宁东地区煤电资源开发，满足华东浙江地区的电力需求，对于能源资源优化配置、节能减排和雾霾治理具有重要的意义。	800
浙北- 福州	2015	2017	1000 交流	2*603	错峰、调峰、跨流域补偿，安全稳定运行水平大幅提升，抵御台风等自然灾害能力加强，提升沿海核电群应对突发事件的能力。	680
溪洛渡- 金华	2015	2017	±800 直流	1680	推动西部清洁能源的开发，金沙江水电外送，将资源优势转化成经济优势，实现区域经济均衡发展，推动我国能源生产和利用方式变革。	800
哈密南- 郑州	2015	2017	±800 直流	2210	新疆火电风电外送	800
淮南- 浙北- 上海	2015	2017	1000 交流	2×656	安徽煤电基地外送	423
锦屏- 苏南	2015	2017	±800 直流	2059	实现电力资源优化配置，满足华东地区日益增长的用电需求，将雅砻江水电外送。	720
向家坝- 上海	2015	2017	±800 直流	1907	金沙江水电外送，每年向上海输送 320 亿千瓦时的清洁电能，可节省原煤 1500 万吨，减排二氧化碳超过 3000 万吨。	640
晋东南- 南阳- 荆门	2015	2017	1000 交流	2×640	华北、华中水火互济	500

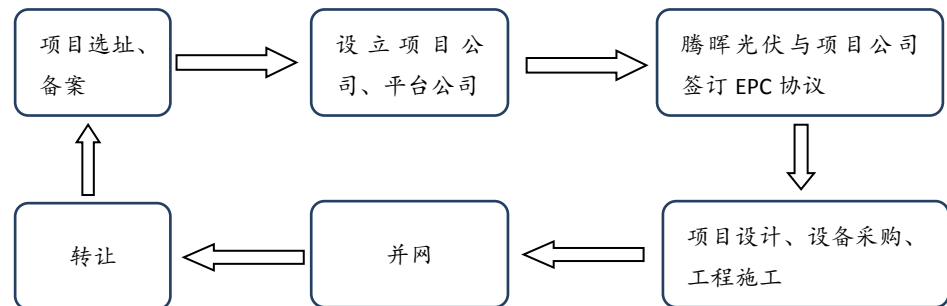
资料来源：国家电网公司、申万宏源研究

受益跨区交易+特高压外送，光伏行业限电有望逐步改善。截止2016年6月30号，公司在三北地区建设的光伏电站有20座，包含了乌鲁木齐市、包头市、哈密、吐鲁番、伊犁、尼勒克县、赤峰市、察布查尔锡伯自治县、满洲里市、繁峙县、阜新市。这些电站目前大多面临弃光限电问题，未来有望受益国家跨区电站交易政策和多条新建特高压输电工程的竣工投运，并对公司未来营业收入产生积极影响。

## 2.3 公司光伏电站业务板块采用 EPC/BT 模式

公司的光伏电站业务板块采用 EPC/BT 业务模式。公司的电站业务主要由子公司腾晖光伏实施，业务经营模式为：腾晖光伏对光伏电站项目进行选址、备案，并针对每个电站项目设立1家项目公司和1家平台公司，腾晖光伏作为工程承包方负责电站项目的设计、设备采购和工程施工，电站并网完成后，腾晖光伏与项目收购方签订股权转让协议，从而实现资金回笼，再进行项目选址、备案的循环盈利模式，取得相对于运营模式更快速的盈利。

图 7：公司光伏电站业务模式



资料来源：公司公告、申万宏源研究

腾晖光伏历史业绩表现良好。腾晖光伏主要从事光伏组件及电池片业务、光伏电站开发建设业务、光伏发电业务以及电站运营维护业务。近年来，国家陆续出台政策扶持光伏行业的发展，腾晖光伏在光伏组件、电池片和电站业务均表现良好，光伏组件及电池片营业收入从2013年的10.60亿元增长到2015年的14.17亿元，复合增长率为15.62%；光伏电站营业收入从2013年的29.68亿元增长到2015年的53.03亿元，复合增长率为33.67%。2015年底，公司持有电站649MW，2015年内实现转让686MW，名列国内同行业前茅。

表 7：2015 年 A 股上市公司中光伏电站业务统计

公司名称	报告期末持有电站 (MW)	报告期内转让 (MW)	报告期内收购 (MW)
中利集团	649	686	-
航天机电	422.85	290	-

东方日升	547	-	-
旷达科技	500	-	150
向日葵	56.30	-	-
隆基股份	40	-	-
亿晶光电	330.20	50	-
南玻 A	80	-	-
联合光伏	872.40	10.80	491.80

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 2.4 政策发力解决弃风限电问题，有助于下游客户运营获利

**保障性收购政策落实，有助于公司下游客户运营获利提升。**2016年5月27日，国家发改委、能源局正式下发《关于做好风电、光伏发电全额保障性收购管理工作的通知》，通知提出对存在弃风、弃光问题地区采取发电全额保障性收购的措施，其中光伏发电一、二类地区最低全额保障收购标准为1300-1500小时。2015年全国光电设备平均利用小时数为1133，而新疆、甘肃更低。经测算，一座100MW规模的典型光伏电站，当利用小时数为1100时，二类资源区的年均利润为1688万元，而若利用小时数上升到国家最低保障收购标准的1400小时，年均利润为3199万元，增长达89.5%。

表 8：光伏发电重点地区最低保障收购年利用小时数核定表

资源区	地区	保障性收购 利用小时数
I 类资源区	宁夏	1500
	青海海西	1500
	甘肃嘉峪关、武威、张掖、酒泉、敦煌、金昌	1500
	新疆哈密、塔城、阿勒泰、克拉玛依	1500
	内蒙除赤峰、通辽、兴安盟、呼伦贝尔 以外地区	1500
	青海除 I 类外其他地区	1450
	甘肃除 I 类外其他地区	1400
II 类资源区	新疆除 I 类外其他地区	1350
	内蒙古赤峰、通辽、兴安盟、呼伦贝尔	1400
	黑龙江、吉林、辽宁	1300
	河北承德、张家口、唐山、秦皇岛	1400
	山西大同、朔州、忻州	1400
	陕西榆林、延安	1300

资料来源：国家能源局、申万宏源研究

表 9：100MW 光伏电站利用小时数对年均利润的影响（单位：万元）

利用小时数	一类资源区	二类资源区
1000	756	1184
1100	1677	1688

1200	2138	2191
1300	2138	2695
1400	2599	3199
1500	3060	3703

资料来源：国家能源局、申万宏源研究

公司电站项目储备规模巨大。2012年5月以来，公司先后与青海省、合肥市、泗水县、定远县、铁岭市人民政府签订了光伏电站投资建设合作协议。其中属于二类资源区的有青海省、定远县和铁岭市。由于并网名额问题，2016年公司仅实现90MW的电站转让，但我们相信公司在2017年会加速落实并网指标，在手建设+建成项目规模超过1GW，对公司未来业绩持续发展提供积极保障。

表 10：公司与地方政府签订的战略合作协议

地方政府	协议签订时间	计划建设期（年）	建设总量（MW）	平均每年建设量（MW）
青海省	2012. 5. 11	6	900	150
合肥市	2014. 6	4	1000	250
泗水县	2014. 12	2	140	70
定远县	2015. 8	4	1000	250
铁岭市	2015. 8	5	1000	200

资料来源：公司公告、申万宏源研究

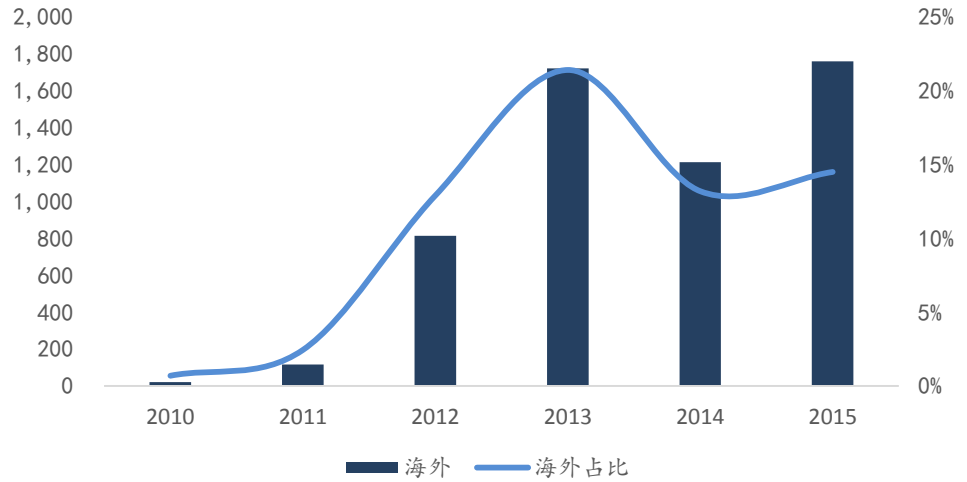
## 3. “一带一路”开启中国光伏全球新征程

### 3.1 公司积极开展海外业务，国际影响力逐年提升

积极拓展海外市场，海外营业收入占总收入的 14.5%。公司坚持拓展海外市场布局，海外营业收入从2010年的0.199亿元增长到2015年的17.59亿元，年复合增长率高达145.1%；占营业总收入的比例从2010年的0.68%增长到2015年的14.49%；从亚洲市场扩展到全球布局；从特种电缆到特种电缆及光伏产业链的整体布局，到2015年底，公司海外分公司共有53家（除去已开发电站转让的子公司），海外市场业绩逐年增长。

图 8：公司历年海外收入及占比情况（单位：百万元）





资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 9： 公司海外分支机构遍布全球市场



资料来源：公司年报，申万宏源研究

表 11： 中利集团海外布局

国家	业务性质	子公司
泰国	光伏产品生产、销售	中利腾辉（泰国）光伏科技有限公司
	生产销售	Talesun M Solar Manufacturing (Thailand) Co. Ltd.
日本	光伏电站开发	中利太阳能控股日本有限公司；日本新电力太阳光厚岸发电所合同会社；合同会社井上能源
	光伏组件贸易和光伏电站开发	腾晖电力日本有限公司
	光伏电站经营	A&A 株式会社；新电力太阳光御殿场发电所合同会社
香港	光伏电站投资	AA1 合同会社
	电站投资建设、维护等	福一合同会社；新电力御殿场太阳光第 1 株式会社；等
香港	光伏产品贸易	中利腾辉香港有限公司

	商业流通	中利新能源（香港）投资有限公司
	光伏电站投资建设、维护等	丽威集团有限公司 Elite Way Holdings Ltd ; 骏德集团控股有限公司 Moral Smart Group Holdings Ltd ; 联诚亚太投资有限公司 Allied Honest Asia Investment Ltd ; 利城亚太投资有限公司 Metro Profit Asia Investment Ltd
卢森堡	光伏电站投资	TS ENERGY EUROPE S. A.
	光伏电站经营	东芝 1-Talesun Energy Solutions Verwaltungs-GmbH ; 东芝 2-Talesun Energy Solutions GmbH& Co. KG
德国	光伏产品生产、销售	腾晖电力德国有限公司
罗马尼亚	光伏电站投资	罗马尼亚 Talesun Solar Bucharest SRL
	光伏电站经营	Trovo Six Srl. ; CS SOLAR 2S. r. l ; Trovo Solar Srl ; SUN FLOWER SRL ; ONICE SRL ; Max Four S. r. l ; DES ENERGIA TREDICISRL-13;DES ENERGIA QUATTORDICIS RL-14;DES ENERGIA DODICISRL-12; DES ENERGIA DIEICISRL-10 ;
意大利	光伏电站投资	Talesun Solar Solution Srl.
	光伏电站开发	Talesun Sicily Srl ; SV XII Srl ; S Roof 1 Srl ;
	光伏电站投资建设、维护等	Talesun Energy Solutions S.R.L.
	光伏产品生产、销售	腾晖电力瑞士有限公司
瑞士	咨询服务	Talesun Solar Technologies sagl
荷兰	光伏电站投资	荷兰 Talesun Solar Nether lands B. V. ; TALESUN BAIS ENERGY B. V. ; TALESUN AAKASH ENERGY B. V.;
	光伏产品生产、销售	腾晖电力美国有限公司
美国	光伏电站投资	Zhongli Energy USA Ltd
英国	光伏电站开发	Talesun Energy UK Ltd
	太阳能光伏产品生产与销售、光伏电站投资建设、维护等	土耳其公司 TALESUN TURKEY ENERJi ANONiM ?iRKET?
土耳其	光伏电站投资建设、维护等	KTI Enerji Anonim Sirketi ; Talesun Solar Enerji Anonim Sirketi ;

资料来源：公司 2016 年半年报、申万宏源研究

## 3.2 海外布局三阶段，全面展开产业链布局

**第一阶段，打造国际知名品牌特种电缆供应商。**公司经过前期市场开发和培育，设立多个海外办事处，营销布局基本成型，2010 年实现海外销售 1988 万元，不断拓展特种电缆海外业务。2011 年与富港集团合作共同出资 998 万美元（中利集团出资 800 万美元，占比 80.16%）在新加坡设立利星科技（亚洲）有限公司，用于海外市场扩展和特种电缆的研发。同期，利星科技收购 LIVE 公司 100% 股权，针对苹果、西门子、惠普和飞利浦等知名公司进

行高端定制电缆及电源线、电力电缆组件等产品；并且成功开发光伏电缆并通过了 TUV、UL 认证，为大规模进军海外光伏市场奠定了基础。

**第二阶段，收购国外成熟电站开发指标，并采用 EPC/BT 业务模式。**公司将光伏电站业务模式带到海外市场，通过收购成熟电站的开发指标，总包建设+出售，2012 年海外市场收入得到飞速增长，达到 8.13 亿元，同比增长 598.89%，成为海外布局成效的转折点。同年与中广核美国公司签署 3 年销售 500MW 电站的框架协议，保障了光伏电站海外业务的发展。

**第三阶段，布局海外电池片、组件产能，拓展海外光伏产业链。**2015 年，为了增加公司电池片、组件产能和规避部分海外地区的“双反”，在泰国建设电池片组件生产工厂（中利腾晖光伏（泰国）有限公司），资产规模为 4.17 亿元，公司开始进入海外光伏电池片组件产能布局阶段。2016 年上半年，光伏组件的海外销售、EPC 工程收入增速，助力光伏业务收入达到 24.93 亿元，同比增长 63.61%。

表 12：2015 年公司主要境外资产情况

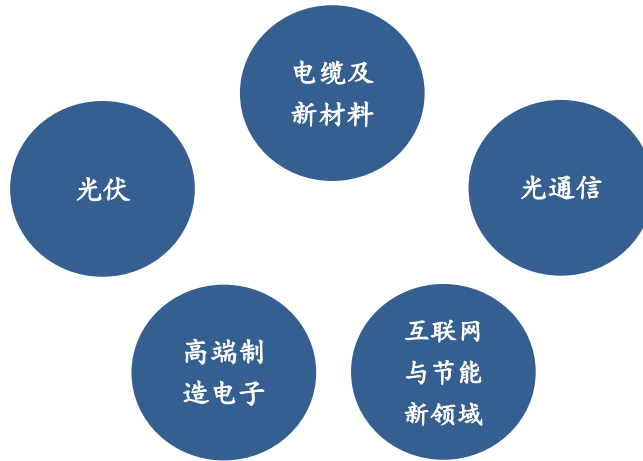
资产内容	形成原因	资产规模（亿元）	所在地	运营模式
泰国工厂电池片组件生产基地	增加公司电池片及组件产能、规避部分海外区域双反等	4.17	泰国	生产销售
50 兆瓦光伏电站	开发海外电站	7.33	欧洲、德国等	投资、发电、运维等

资料来源：公司年报，申万宏源研究

## 4. 借助中利品牌优势，传统业务稳步增长

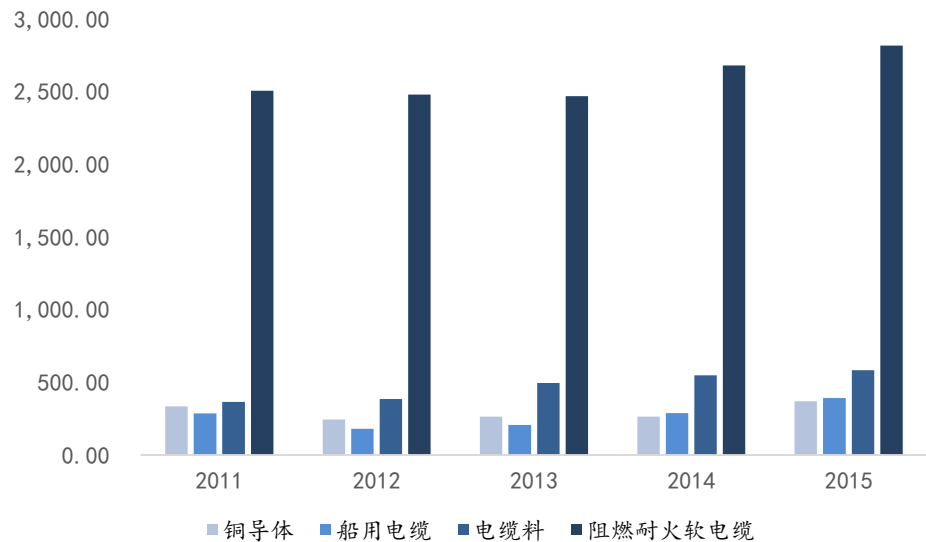
**借助中利品牌优势，传统业务稳步增长。**公司目前涉及的业务主要分为电缆及新材料产业、光通信产业、光伏产业、高端制造电子产业、互联网与节能新领域产业五大产业板块，其中电缆及新材料产业是公司转型前传统产业，主要包括电缆料、铜导线、阻燃耐火软电缆和铜导体等。近年来，传统业务受公司战略转型影响，保持小幅增长趋势。其中阻燃耐火软电缆 2015 年实现营业收入 28.17 亿元（占总收入的 23.20%），同比增长 5.14%，其他传统业务虽然所占份额较小，但也都有所增长。我们认为，公司传统业务将继续借助品牌优势，保持小幅稳步增长。

图 10：公司五大产业板块



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 11：2011-2015 年公司电缆及新材料产业收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司年报，申万宏源研究

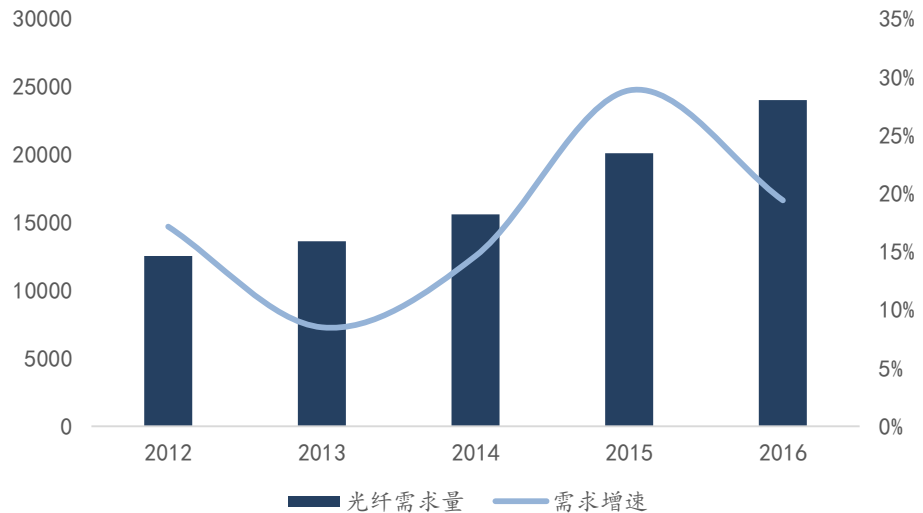
## 5. 光通信行业发展迅速，公司积极扩充产能

### 5.1 光纤光缆市场需求旺盛，公司积极扩产应对

受益国家战略支持，光通信市场前景良好。随着我国信息化建设的高速发展，“三网融合”、“宽带中国”、“互联网+”、“提速降费”等国家战略的实施，我国光通信不断发展，从通信光缆起步，再到光纤的生产，再到光纤预制棒技术的重大突破，目前我国主要通信线缆生产企业的生产效率和产品质量已经达到国际先进水平。2015 年全球光缆安装总量为 3.64 亿芯公里，同比增长 17%，我国光纤安装量占全球约 55%，已成为通信光缆生产和消费的重要基地。第三方机构 The Insight Partners 预计到 2025 年全球光纤市场达

278.8 亿美元，中国、印度和巴西等经济增长体对光线的增长需求，预计实现年复合增长率 11.7%，我国光纤光缆行业有望持续快速发展。

图 12：2012-2016 年中国光纤需求量（单位：万芯公里）及需求增速



资料来源：WIND，申万宏源研究

**三大通信运营商加速光通信投资，光纤预制棒存在供应缺口。**随着“十三五”智能电网全面建设、宽带提速，三大通信运营商纷纷加大光通信的投资。2016 年下半年，中国移动、中国电信的光纤采购量分别为 6100 万芯公里和 3500 万芯公里，同比增长 20%和 10%。根据第三方机构数据显示，2016 年我国光纤光缆需求量为 2.4 亿芯公里，2017 年预计光纤光缆需求量将有 10%-20%的增长，即需求量将达到 2.64 到 2.88 亿芯公里。2017 年 8 月商务部光纤预制棒反倾销两年期限到期，但是大部分厂商认为反倾销期限可能延长，光棒的供应格局紧张，而竞争优势大的光棒供应商将从中获益。

## 5.2 公司积极涉足光纤预制棒-光纤-光缆全产业链

**收购青海中利 15.52%股权，加大对青海中利控制权。**公司于 2013 年合资设立子公司青海中利（占股 62%），其主要从事光棒、光纤的生产和销售。2016 年 11 月公司以自有资金 3000 万元收购西宁经济技术开发区发展集团有限公司所持有青海中利 15.52%股权，收购后公司持有青海中利的股权由 62.08%增至 77.60%，剩余 22.40%股权由国开发展基金有限公司持有。此次收购有利于公司增厚业绩，符合公司长远发展计划。

**多项技术实现突破，光纤项目一期正式投产。**青海中利经过数年的技术研发，已形成 OVD+OVD 法技术路线，完成了 G.652D、G.657A 和 G.654 光纤预制棒产品的工艺开发工作，并完成了 OVD 外包层以及烧结等关键流程的工艺和设备研发工作。截止 2016 年 6 月末，公

司光通信业务已拥有自主知识产权 7 项专利。青海中利光棒光纤项目一期 200 吨光棒、600 万芯公里光纤产能在 2015 年底正式投产。

**公司拥有良好的通信客户基础，与电缆产品共享销售渠道。**自公司成立以来，致力于为三大通信运营商提供通信用阻燃耐火软电缆（特种电缆）以及光缆产品，与三大通信运营商建立了长期稳定的合作关系。光纤的最终客户同样是三大通信运营商，未来将与阻燃耐火软电缆产品以及光缆产品共享销售渠道，协同效应显著。2015 年和 2016 年上半年公司的光纤预制棒、光纤和光缆销售收入分别为 5.77 亿元和 2.99 亿元。

**公司拟建设年产 600 万吨光纤预制棒和 1300 万芯公里光纤。**公司拟投资建设光通信线缆产业项目，包括年产 600 吨光纤预制棒项目和年产 1300 万芯公里光纤项目。项目总额为 11.1 亿元，拟募集资金投入为 9.87 亿元。项目建设期为 24 个月，达产后，将实现年均利润总额 1.63 亿元。光纤业务有望成为公司未来业绩增长点之一。

## 6. 围绕创新业务进入军工领域 积极布局创新业务

### 6.1 探索未来发展方向 积极布局创新业务领域

**公司积极培育创新业务。**公司的创新业务包括智能自主网通讯设备、3D 金属打印、互联网金融等。其中智能自主网通讯设备正处在研发过程并小规模生产中，2015 年实现开票销售 7 亿元，为公司业绩提供了贡献，为后续的发展奠定了良好的基础；高端金属 3D 打印业务已完成设备安装调试，进入根据客户要求的设计生产阶段，有望对业绩产生积极影响；互联网金融尚处在项目调查阶段，公司正积极布局中。公司后续将进一步加大对新产品的研发投入，保证创新业务快速有效的发展。

表 13：公司创新业务布局

创新业务	布局公司	持股比例	备注
智能自主网通讯设备	中利电子	50.86%	无线自组网产品的供货全部为军品
3D 金属打印	上海康速	37.50%	主要向航空航天、军工等领域发展
互联网金融	苏南互联网证券服务有限公司	50%	发展互联网金融与实体经济发展进行有效结合

资料来源：公司公告、申万宏源研究

### 6.2 控股中利电子 布局军工领域

**收购、控股中利电子进入军工领域。**公司于 2016 年 7 月以自有资金 6000 万元收购宁波禹华通讯科技所持有中利电子的 12.63% 股权和上海君逸通讯所持有中利电子的 4.73% 股权，共计 17.36% 的股权，持有中利电子的股权由 33.5% 增加至 50.86%，成为中利电子的控股股东。中利电子的主营业务有信息及通讯技术及设备的研发、生产和销售；计算机系统



集成；电子、通讯产品的研发、技术咨询、技术转让。公司控股中利电子，有利于公司围绕创新业务进一步扩展通讯产品产业链，完善公司高端通讯产品结构；进入军工领域，增强军品市场以及军转民品市场竞争力。

表 14：中利电子股权变动情况

股东名称	持股比例	
	变更前	变更后
中利科技集团股份有限公司	33.50%	50.86%
宁波禹华通讯科技有限公司	12.63%	-
浙江荣添通讯科技有限公司	12.63%	12.63%
上海君逸通讯科技有限公司	10.10%	5.37%
吴宝森	9.63%	9.63%
郭俊杰	9.26%	9.26%
苏州工业园区谷丰投资管理有限公司	5.05%	5.05%
苏州工业园区琳泉投资管理有限公司	4.20%	4.20%
刘宝富	3.00%	3.00%
合计	100%	100%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 7. 盈利预测与估值

公司是国内阻燃耐火软电缆龙头，积极布局光伏全产业链。国内光钎光缆需求旺盛，同时受益海外光伏发展，公司 2017 年业绩有望改善。我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 6.88 亿元、4.06 亿元、4.14 亿元，对应 EPS 分别为 1.07、0.63 和 0.65 元/股，当前股价对应 PE 分别为 11 倍、19 倍和 19 倍。可比公司 2017 年与 2018 年平均估值分别为 26 倍与 22 倍，考虑到公司 2016 年光伏电站受到限电并网影响，电站销售延后至 2017 年销售，导致 2017 年业绩大幅增长，2018 年以后将维持稳定，因此我们给予公司 2018 年 22 倍 PE。首次覆盖给予“增持”。

表 15：可比公司估值表

代码	简称	最新收盘价	总市值	EPS			PE		
		2017/5/12	(亿元)	16A	17E	18E	16A	17E	18E
601012.SH	隆基股份	16.22	323.73	0.85	0.99	1.25	19	16	13
002006.SZ	精功科技	7.59	34.50	0.14	0.27	0.36	54	28	21
002610.SZ	爱康科技	2.44	109.58	0.04	0.07	0.05	61	35	47
002218.SZ	拓日新能	8.71	55.39	0.21	0.27	0.33	41	32	26
300118.SZ	东方日升	13.40	119.68	1.02	0.87	1.06	13	15	13
300316.SZ	晶盛机电	12.80	125.79	0.23	0.35	0.47	56	36	27
300393.SZ	中来股份	51.20	93.61	0.92	1.87	2.77	56	27	19
000591.SZ	太阳能	12.17	166.21	0.53	0.46	0.62	23	26	20

002623.SZ	亚玛顿	27.39	42.58	0.11	0.77	1.00	249	36	27
002516.SZ	旷达科技	5.57	84.64	0.23	0.27	0.31	24	21	18
300274.SZ	阳光电源	9.22	127.15	0.41	0.51	0.62	22	18	15
	平均						56	26	22
002309	中利集团	12.19	78.25	0.12	1.17	0.63	102	11	19

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 16：利润表

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	9,246	12,140	11,292	13,756	12,899	13,310
二、营业总成本	8,988	11,567	11,331	12,887	12,362	12,766
其中：营业成本	7,124	9,378	9,082	10,784	10,347	10,738
营业税金及附加	44	63	56	69	64	67
销售费用	338	334	491	440	413	399
管理费用	624	801	989	825	774	799
财务费用	599	520	525	555	569	560
资产减值损失	259	471	187	214	195	202
加：公允价值变动收益	0	1	(1)	0	0	0
投资收益	31	53	99	45	45	45
三、营业利润	289	626	58	914	582	590
加：营业外收入	93	39	80	33	33	35
减：营业外支出	17	12	25	15	15	15
四、利润总额	365	653	113	932	600	609
减：所得税	115	127	21	133	83	85
五、净利润	250	526	92	799	517	525
少数股东损益	(36)	111	18	111	111	111
归属于母公司所有者的净利润	286	415	74	688	406	414
六、基本每股收益	0.52	0.73	0.12	1.07	0.63	0.65
全面摊薄每股收益	0.45	0.65	0.12	1.07	0.63	0.65

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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 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。