

日期: 2017年7月12日

行业: 公用事业



分析师: 冀丽俊

Tel: 021-53686156

E-mail: jilijun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120017

规模领先的民营风电供应商

IPO 价格
上市合理定价

RMB 1.26 元
RMB 4.52-5.65 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股) 193.71
发行后总股本 (百万股) 1933.00
发行数量占发行后总股本 10.02%
保荐机构 海通证券

主要股东 (发行前)

金元荣泰 35.86%
科信源 23.71%
嘉实龙博 22.61%

收入结构 (2016)

风电 90.66%
光伏 9.01%
智能微网 0.33%

报告编号: JLJ17-NSP10

首次报告日期: 2017年7月12日

■ 投资要点:

规模领先的民营风电供应商

公司的主营业务为新能源电力的开发、投资、建设、经营和管理。公司目前主要从事集中式风力、光伏发电的开发运营,截至2016年12月31日,公司并网装机容量为747.88MW,其中风力发电并网容量为695.50MW,光伏发电并网容量为50MW(按峰值计算),智能微网发电并网容量为2.38MW。未来将进一步开拓分布式发电、智能微网等业务,并通过设立售电公司、借助电网交易中心等方式,形成直接售电的能力,最终成为一家集发电、输电、售电于一体的综合性新能源电力供应商。

募投项目提高公司经营规模

募集资金拟投资于宁夏同心风电场国博新能源有限公司二期风电300MW项目。募集资金投资项目有利于提升公司规模,巩固公司在民营风电领域的领先地位;将有助于公司增加产能,提升竞争力,增强综合实力。

盈利预测

根据募投项目建设进度情况,我们预计2017、2018年归属于母公司的净利润分别为2.18亿元和2.82亿元,同比增速分别为59.49%和29.05%,相应的稀释后每股收益为0.11元和0.15元。

定价结论

本次发行前公司总股本为173928.7659万股,本次拟发行19371.2341万股,占发行后公司总股本的10.02%。公司发行价格为1.26元/股。综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为4.52-5.65元,对应2017年每股收益的40-50倍市盈率。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	389	376	692	1,014	1,306
年增长率	64.12%	-3.48%	84.11%	46.56%	28.84%
归属于母公司的净利润	50	52	137	218	282
年增长率	17.46%	3.09%	163.30%	59.49%	29.05%
(发行后摊薄) 每股收益(元)	0.03	0.03	0.07	0.11	0.15

数据来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和重要声明。

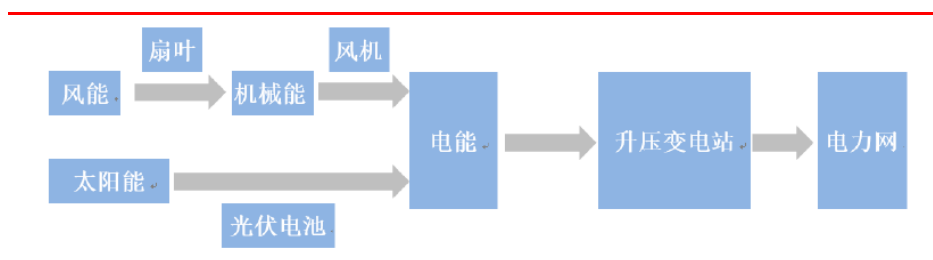
一、行业背景

● 公司的行业分类及简况

公司的主营业务为新能源电力的开发、投资、建设、经营和管理。公司目前主要从事集中式风力、光伏发电的开发运营，未来将进一步开拓分布式发电、智能微网等业务，并通过设立售电公司、借助电网交易中心等方式，形成直接售电的能力，最终成为一家集发电、输电、售电于一体的综合性新能源电力供应商。

公司主营业务属于电力行业中的发电环节，其工作原理是将风能、太阳能等清洁能源转化为电能，通过升压变电站升压后输送至电网，完成发电的过程。公司业务主要分为项目前期工作、项目建设及采购、项目运营、并网销售四个环节。截至 2016 年 12 月 31 日，公司并网装机容量为 747.88MW，其中风力发电并网容量为 695.50MW，光伏发电并网容量为 50MW（按峰值计算），智能微网发电并网容量为 2.38MW。

图 1 公司业务流程情况



资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

表 1 公司运营的风电场项目情况 (2016. 12. 31)

公司	风场名称	所在省份	所属电网	并网容量 (MW)
宁夏嘉泽	牛首山第一风电场	宁夏	西北电网	174.00
	牛首山第四风电场	宁夏	西北电网	172.50
宁夏国博	嘉泽第一风电场	宁夏	西北电网	150.00
	嘉泽第二风电场	宁夏	西北电网	150.00
新疆嘉泽	鄯善楼兰风电场二期	新疆	西北电网	49.00
合计				695.50

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

表 2 公司运营的光伏电场项目情况 (2016. 12. 31)

公司	风场名称	所在省份	所属电网	并网容量 (MWp)
宁夏嘉泽	吴忠十三光伏	宁夏	西北电网	20.00
	吴忠二十光伏	宁夏	西北电网	30.00

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

表 3 公司运营的光伏电场项目情况 (2016. 12. 31)

公司	风场名称	所在省份	所属电网	装机容量 (MW)		
				风力 (MW)	光伏 (MWp)	其他 (MW)
宁夏嘉泽	宁夏嘉泽红寺堡 新能源智能微电网示范项目	宁夏	西北电网	2.00	0.375	0.06

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

行业增长前景

电力行业作为我国国民经济的基础性支柱产业，与国民经济发展息息相关，在我国经济持续稳定发展的前提下，工业化进程的推进必然产生日益增长的电力需求，我国中长期电力需求形势依然乐观，电力行业将持续保持较高的景气程度。

根据中国电力企业联合会数据，2016年全社会用电量5.92万亿千瓦时，同比增长5.0%；全口径发电量5.99万亿千瓦时，同比增长5.2%；截至2016年底，全国发电装机容量16.5亿千瓦，同比增长8.2%。2005年至2016年间，受国民经济持续稳定增长的推动，全社会用电量保持了8.28%的年化复合增长率。

我国大部分发电装机容量由采用煤作为原材料的火电发电机组组成，其余为利用水能、风能、太阳能和核能作为能源来源的发电项目。

《能源发展“十三五”规划》明确要求稳步推进风电、太阳能等可再生能源发展，为实现2030年非化石能源发展目标奠定基础。着眼于提高非化石能源和天然气消费比重，控制煤炭消费，提高清洁化用能水平，加快推进浙江清洁能源示范省，宁夏新能源综合示范区，青海、张家口可再生能源示范区建设，支持四川、海南、西藏等具备条件的省区开展清洁能源示范省建设。坚持集中开发与分散利用并举，调整优化开发布局，全面协调推进风电开发，推动太阳能多元化利用，因地制宜发展生物质能、地热能、海洋能等新能源，提高可再生能源发展质量和在全社会总发电量中的比重。

根据《风电发展“十三五”规划》，“十三五”时期具体发展指标为“到2020年底，风电累计并网装机容量确保达到2.1亿千瓦以上，其中海上风电并网装机容量达到500万千瓦以上；风电年发电量确保达到4200亿千瓦时，约占全国总发电量的6%。”

● 行业竞争结构及公司的地位

截至2015年末，全国超过1,000家项目公司参与了风电投资和建设，其中由上表可见，国电、华能、大唐、华电和国电投五大国有发电集团为代表的国有风力发电企业的累计并网容量占了全网累计并网容量的绝大部分，占据了主力地位，民营风力发电企业虽然目前占比不高，但是处于逐

步增长的阶段。

截至 2015 年底，全国共有 22 个省（区）累计并网容量超过百万千瓦，其中内蒙古并网容量 2,377.99 万千瓦，居全国之首，甘肃和新疆分别以并网 1,252.00 万千瓦和 1,087.60 万千瓦位居第二、三位，华北、东北、西北地区风电并网容量累计约占全国风电并网容量的 79.5%。

风电行业的市场化程度较低。从销售方面来看，电力的销售对象较为单一，并且受到《可再生能源法》的保障，在销售端国内风力发电企业并不存在实质性的竞争，市场化程度较低；从资金方面来看，风力发电行业资金投资量较大，回收期较长，进入门槛相对较高，使得市场化程度较低。但是，由于风力发电项目受自然条件和政策机制的影响较大，风能资源更好，政策机制更优的地区是风力发电企业需要争取的稀缺资源。因此，风力发电企业之间的竞争主要出现在项目开发阶段，尤其是在项目搜集、选址、测风、完成前期主管部门核准批复工作等阶段。同行业主要公司有：中节能风力发电股份有限公司、龙源电力集团股份有限公司、中国大唐集团新能源股份有限公司、华能新能源股份有限公司、华电福新能源股份有限公司、国家电力投资集团公司、中国广核集团有限公司、神华国华能源投资有限公司、中国长江三峡集团公司、北京京能清洁能源电力股份有限公司等。

根据国家风电信息管理中心统计数据，截至 2015 年末，我国累计并网容量前十大风力发电企业合计占全国并网总量 67.50%。

截至 2016 年 12 月 31 日，公司实现风力发电累计并网装机容量 695.50MW，光伏发电累计并网装机容量 50.00MW（按峰值计算），智能微网发电累计并网装机容量 2.38MW。公司深耕风能资源较为丰富的区域市场，已成为宁夏地区规模领先的风力发电企业。根据《2015 年度中国风电建设统计评价报告》数据测算，截至 2015 年底，公司在国内风力发电民营企业中，单体并网装机容量排名第一。未来，随着公司该区域市场内的在建项目及筹建项目陆续投入商业运营，公司在上述区域的市场份额有望进一步提升。

表 4 公司在全国风力发电行业的市场份额情况

期间	期末风力发电累计并网容量		风力发电上网电量	
	宁夏嘉泽 (MW)	市场份额	宁夏嘉泽 (亿千瓦时)	市场份额
2016 年 12 月 31 日/2016 年	695.50	-	13.2659	-
2015 年 12 月 31 日/2015 年	496.50	0.39%	6.5160	0.35%
2014 年 12 月 31 日 /2014 年	346.50	0.36%	6.8099	0.44%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

金元荣泰为公司控股股东，本次发行前，金元荣泰持有公司 35.86% 的股权。陈波为公司实际控制人，通过金元荣泰、嘉实龙博间接控制公司 58.46% 的股份。

本次发行前公司总股本为 173928.7659 万股，本次拟发行 19371.2341 万股，占发行后公司总股本的 10.02%。公司发行价格为 1.26 元/股。

表 5 公司的股东结构情况

股东名称	发行前		发行后（预计）	
	持股数(万股)	持股比例%	持股数(万股)	持股比例%
有限售条件股份	173,928.7659	100.00	173,928.7659	89.98
金元荣泰	62,362.7226	35.86	62,362.7226	32.26
科信源	41,240.9043	23.71	41,240.9043	21.34
嘉实龙博	39,320.9043	22.61	39,320.9043	20.34
高盛亚洲（外资股股东）	27,223.2305	15.65	27,223.2305	14.08
开弦赛博	3,781.0042	2.17	3,781.0042	1.96
无限售条件股份	-	-	19,371.2341	10.02
合计	173,928.7659	100.00	193,300.00	100.00

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

表 6 主营业务收入构成 单位：万元、%

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
风电	62,398.99	90.66%	32,006.44	85.41%	33,795.89	86.94%
光伏	6,202.12	9.01%	5,468.93	14.59%	5,076.66	13.06%
智能微网	227.39	0.33%	-	-	-	-
合计	68,828.49	100.00%	37,475.37	100.00%	38,872.55	100.00%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 7 主营业务成本构成 单位：万元、%

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
风电	27,068.49	89.96%	15,302.07	85.42%	13,817.10	84.61%
光伏	2,892.26	9.61%	2,612.40	14.58%	2,512.57	15.39%
智能微网	129.25	0.43%	-	-	-	-
合计	30,090.00	100.00%	17,914.47	100.00%	16,329.67	100.00%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 8 公司主要产品销售收入及单价变化情况 单位：万元、元/KWh

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	收入	单价	收入	单价	收入	单价
风电	62,398.99	0.48	32,006.44	0.51	33,795.89	0.52
光伏	6,202.12	0.83	5,468.93	0.87	5,076.66	0.87
智能微网	227.39	0.51	-	-	-	-
合计	68,828.49	0.50	37,475.37	0.55	38,872.55	0.55

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 9 公司各期末累计并网容量情况

期间	风力发电 (MW)	光伏发电 (MWp)	智能微网 (MW)	合计 (MW)
2016 年 12 月 31 日	695.50	50.00	2.38	747.88
2015 年 12 月 31 日	496.50	50.00	-	546.50
2014 年 12 月 31 日	346.50	50.00	-	396.50

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 10 公司风力发电售电情况

期间	期末并网 容量 (MW)	总发电量 (亿千 瓦时)	上网电量 (亿千 瓦时)	平均利用小时数 (小 时/年)
2016 年度	695.50	14.0108	13.2659	2,014.49
2015 年度	496.50	6.9948	6.5160	1,408.82
2014 年度	346.50	7.2980	6.8099	2,106.21

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 11 公司光伏发电售电情况

期间	期末并网容量 (MWp)	总发电量 (亿千 瓦时)	上网电量 (亿千 瓦时)	平均利用小时数 (小 时/年)
2016 年度	50.00	0.7968	0.7474	1,593.63
2015 年度	50.00	0.6754	0.6316	1,350.75
2014 年度	50.00	0.6250	0.5846	1,249.94

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 12 公司智能微网发电售电情况

期间	类别	期末并网容 量 (MW/MWp)	总发电量 (亿 千瓦时)	上网电量 (亿 千瓦时)	平均利用小时数 (小时/年)
2016 年度	风力	2.00	0.0453	0.0403	2,265.85
	光伏	0.375	0.0053	0.0045	1,414.24
2015 年度	风力	-	-	-	-
	光伏	-	-	-	-
2014 年度	风力	-	-	-	-

光伏 - - - -

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 13 公司各业务毛利率情况

项目	2016 年	2015 年度	2014 年度
风电	56.62%	52.19%	59.12%
光伏	53.37%	52.23%	50.51%
智能微网	43.16%	-	-
合计	56.28%	52.20%	57.99%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

● 募投项目

公司本次募集资金拟投资于宁夏同心风电场国博新能源有限公司二期风电 300MW 项目。项目核准总投资为 240,000 万元，经营期本项目含税上网电价为 0.56 元/kWh，不含税上网电价为 0.48 元/kWh。在资本金占总投资 30% 的情况下，投资回收期为 11.12 年，项目全部投资内部收益率 8.06%，自有资金内部收益率 15.04%。预计募投项目达产后，每年增加营业收入 2.89 亿元，增加发电量 6 亿度。募集资金投资项目有利于提升公司规模，巩固公司在民营风电领域的领先地位；将有助于公司增加产能，提升竞争力，增强综合实力。

表 14 募集资金项目 单位：万元

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金
1	宁夏同心风电场国博新能源有限公司二期风电 300MW 项目	240,000	19,879.707797

资料来源：公司招股说明书

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2017、2018 年归母公司的净利润分别为 2.18 亿元和 2.82 亿元，同比增速分别为 59.49% 和 29.05%，相应的稀释后每股收益为 0.11 元和 0.15 元。

表 15 公司损益简表及预测（单位：百万元）

指标名称	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
一、营业总收入	389	376	692	1,014	1,306
二、营业总成本	339	348	551	786	1,013
营业成本	164	180	301	439	566
营业税金及附加	0	0	1	2	3
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	13	18	26	41	52

财务费用	163	150	222	304	392
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0	0
四、营业利润	50	28	141	228	294
加：营业外收入	0	27	2	0	0
减：营业外支出	0	0	2	0	0
五、利润总额	51	54	142	228	294
减：所得税	0	2	5	9	12
六、净利润	50	52	137	218	282
减：少数股东损益	-0	-0	-0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	50	52	137	218	282
总股本（百万股）	1,933.0	1,933.00	1,933.00	1,933.00	1,933.00
七、每股收益	0.03	0.03	0.07	0.11	0.15

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

四、风险因素

上网标杆电价下降的风险

风力、光伏发电的上网电价由国家发改委负责制定，且实行随发展规模逐步降低的价格政策。国家发改委历次进行上网标杆电价调整时，调整对象为尚未并网发电的风力、光伏发电项目，不调整已并网发电且取得物价局价格核准文件项目的上网标杆电价。因此，国家发改委对于风力、光伏发电项目上网标杆电价调整，会显著影响公司未来发电项目的收入水平，如果公司未来不能有效控制成本，提高发电效率，将会因上网标杆电价的下调，而对经营业绩产生不利影响。

税收优惠政策变化的风险

根据目前相关政策和法律法规，公司及下属部分子公司享有不同程度的税收优惠。宁夏嘉泽及其同心分公司、宁夏国博、新疆嘉泽发电销售收入增值税的销项税率为 17%，自 2016 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日，享受增值税即征即退 50% 的政策。宁夏嘉泽及其同心分公司、宁夏国博、新疆嘉泽符合西部大开发所得税优惠税率的条件，享受按 15% 的税率缴纳企业所得税。根据《财政部国家税务总局关于执行企业所得税优惠政策若干问题的通知》（财税[2009]69 号），定期减免税的减半期内，可以按照企业适用税率计算的应纳税额减半征税。

如果未来相关税收优惠政策或法律法规出现变动，公司所享受的全部或部分税收优惠政策出现调整或取消，将会对公司经营业绩带来不利影响。

弃风限电、弃光限电风险

由于风力大小、太阳能强度存在间歇性和波动性的特点，风力、光伏发电具有一定的随机性。电网需要根据风力、光伏发电量的大小和电网用

电量的变化情况，相应调整火电、水电等常规能源发电机组的发电量，使得电网总发电量与用电量保持平衡。当电网的调峰能力不足，不能完全接受风力、光伏发电向电网输送的电能时，电网会降低风力、光伏发电机组的发电能力，使得部分风力、太阳能资源无法得到利用，产生弃风限电、弃光限电的现象，从而影响发电量。

此外，当项目所在地用电需求较少，且不能通过电量外送等方式完全消纳时，电网为了保证电力系统的稳定运营，会通过降低各发电机组的发电能力，保障电网发电量与用电量的一致性，使得部分风力、太阳能资源无法得到利用，产生弃风限电、弃光限电的现象，从而影响发电量。

报告期内，

表 16 公司因弃风限电、弃光限电损失电量情况 单位：亿千瓦时

年度	弃风限电 损失电量	弃光限电 损失电量	合计	发电量	限电率
2016 年	1.8566	0.0885	1.9451	14.8582	11.58%
2015 年	1.4667	0.1510	1.6177	7.6702	17.42%
2014 年	0.5881	0.0431	0.6313	7.9230	7.38%

资料来源：公司公告 上海证券研究所

平均售电单价波动风险

《可再生能源发电全额保障性收购管理办法》于 2016 年 3 月发布，将《可再生能源法》中全额保障性收购演变为将新能源发电企业所发电量分为保障性电量和市场性电量两部分，通过不同的方式进行消纳。其中，保障性电量通过各地电网公司与发电企业签订《购售电合同》进行交易，市场性电量则通过电力交易中心平台发布需求并集中撮合交易，但是由于电力交易的特殊性，市场性电量交易的客户仍然是各地电网公司，由电网公司根据需求进一步分配。

因此，如果公司未来保障性收购电量和市场化交易电量比例发生变化，进一步加大市场化交易电量比例，将导致平均单价下降。此外，由于跨省外送、新能源替代、大客户直购等不同市场化交易间电网公司结算电价存在差异，如果公司未来市场化交易中低电价交易部分增多，将导致平均单价下降。如果公司不能通过自身竞争优势增加电量消纳，可能会因为平均单价的下降，对公司的盈利能力产生不利影响。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于 2017 年、2018 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2017 年、2018 年平均动态市盈率 44 倍、34 倍；近期上市的十家主板企业中，2017 年、2018 年平均市盈率为 41 倍和 34 倍。

表 17 同行业上市公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2015A	2016A	2017E	2018E	2015A	2016A	2017E	2018E
601016.Sh	节能风电	3.71	0.05	0.05	0.06	0.08	75.81	81.75	65.09	49.27
601985.Sh	中国核电	7.89	0.24	0.29	0.33	0.40	32.48	27.36	23.67	19.68
	平均						177.72	135.93	44.38	34.47

资料来源: Wind 上海证券研究所

表 18 近期上市主板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2015A	2016A	2017E	2018E	2015A	2016A	2017E	2018E
601878.SH	浙商证券	17.70	0.55	0.37	0.34	0.39	32.16	47.55	52.21	44.94
603316.SH	诚邦股份	18.12	0.15	0.30	0.37	0.43	117.05	60.70	48.46	41.86
603326.SH	我乐家居	24.43	0.35	0.43	0.56	0.71	69.24	56.86	43.92	34.29
603980.SH	吉华集团	25.00	1.34	0.76	1.11	1.60	18.70	32.70	22.49	15.64
603536.SH	惠发股份	22.81	0.35	0.35	0.39	0.47	64.28	64.99	59.02	48.52
603042.SH	华脉科技	26.79	0.35	0.62	0.78	0.95	76.73	43.40	34.55	28.14
603200.SH	上海洗霸	40.04	0.57	0.80	0.99	1.18	69.74	49.80	40.44	33.93
603196.SH	日播时尚	15.14	0.31	0.32	0.34	0.39	48.37	48.05	44.86	38.65
603855.SH	华荣股份	15.04	0.39	0.34	0.45	0.55	38.21	43.98	33.58	27.15
603197.SH	保隆科技	47.48	0.58	1.13	1.45	1.76	81.75	42.01	32.68	26.99
	平均						61.62	49.00	41.22	34.01

资料来源: Wind 上海证券研究所

● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性, 我们认为给予公司合理估值定价为 4.52-5.65 元, 对应 2017 年每股收益的 40-50 倍市盈率。

分析师承诺

冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。