

光伏宝(430272.OC) 装修装饰行业

评级: 买入 首次评级

公司深度研究

市场价格(人民币): 6.00元
 目标价格(人民币): 7.50-8.20元

专业分布式光伏电站综合运营服务商

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) -
 总市值(百万元) 30.00
 年内股价最高最低(元) 14.75/5.05
 沪深300指数 3340.82

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.410	0.424	0.553	0.878	1.493
每股净资产(元)	1.55	1.85	2.27	2.98	4.34
每股经营性现金流(元)	-0.22	-0.94	-1.26	-2.47	-3.63
市盈率(倍)	N/A	24.06	10.49	6.61	3.89
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	206.70%	232.51%	30.50%	58.68%	70.07%
净资产收益率(%)	26.43%	22.90%	24.32%	29.43%	34.36%
总股本(百万股)	10.35	33.30	33.30	33.30	33.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司从建筑节能转型分布式光伏, 具备先天优势:** 公司高管团队来自同济大学, 成立初期主要从事建筑绿色节能服务, 积累了丰富的技术储备和客户资源。对于建筑结构和材质以及屋顶资源的把握, 使其进入分布式光伏领域具有先天优势。公司处于快速发展期, 2013-2015年营收分别为5694.7万元、7169.26万元、13390.79万元, 年复合增长率为53.34%; 净利润分别为120.91万元、465.41万元、1414.47万元, 年复合增长率为242.03%。2015年分布式光伏业务营收7932.22万元, 同比增长342.4%, 占总营收的59.24%, 标志着公司成功实现转型。
- **利好政策频出, 分布式光伏前景广阔:** 光伏发电是我国调整能源结构的长期战略性选择。截止2015年底我国光伏发电累计装机容量43.18GW, 成为全球装机容量最大的国家。其中分布式光伏以减少土地占用、负荷匹配度高、可配电侧并网管理简单、投资收益高等优势成为光伏发电的重心。目前我国分布式光伏占光伏发电比例不到20%, 远低于国际平均67%的水平。随着电改推进, 分布式光伏发电备案、并网、补贴等政策执行力度和效率加强, 困扰行业的屋顶、并网、资金难题得到有效缓解; 以及技术进步推动发电效率不断提升, 成本大幅下降, 分布式光伏进入高速发展期。光伏“十三五”装机目标从100GW上调到150GW, 其中分布式光伏规划70GW, 照此计算未来5年我国分布式光伏发电年复合增速将超过60%。
- **以上海为核心, 创新商业模式解决屋顶资源和电站建设资金两大难题:** 上海是我国分布式光伏补贴力度最高、政策支持力度最大的地区。并于2015年底推出了支持分布式光伏融资的“阳光贷”计划。公司已在上海完成了多个分布式光伏标杆项目, 包括宝山区最大的中冶宝钢5MW项目和中心城区最大的浦东日立电气2.4MW项目。并以上海为核心, 建立创新的事业部+合伙人制度, 通过大规模覆盖的地推网络解决碎片化市场困局, 快速向周边省市及沿海地区拓展。针对潜力巨大的居民市场推出了“千屋万户”计划进行快速复制。有效的商业模式使公司在屋顶资源和资金方面占据先机。
- **能源互联网平台进一步打开商业空间:** 公司把握能源互联网行业趋势, 重点打造了“光伏宝”APP, 涵盖太阳能光伏组件的销售安装服务、电站建设运维服务、光伏金融产品的销售服务, 作为分布式光伏项目推广、管理和金融服务综合平台。未来公司将以电站EPC和运营管理为核心, 通过多方合作

孟鹏飞 联系人
 (8621)61357479
 mengpf@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

引入资源和资金开拓分布式光伏市场，并将项目接入光伏宝平台，提供用电大数据增值服务，进一步打开商业空间。

投资建议

- 结合以上分析，我们认为在政策持续推动及成本下降情况下，分布式光伏有较高的收益率，2016年将获得快速发展，未来潜力巨大。公司从绿色建筑转型具备先天优势，商业模式对解决屋顶资源和资金问题有显著效果。以政策扶持力度最大的上海为核心向沿海地区快速复制，未来增长值得期待。

估值

- 我们预计公司2016-2018年营收分别为1.77亿，3.14亿，5.50亿，净利润分别为1800万，2900万，5000万，EPS分别为0.553元，0.878元，1.493元。参考同行估值水平，考虑到新三板流动性，按2016年PE15X予以估值，目标价7.5-8.2元，给予“买入”评级。

风险

- **政策补贴减少风险：**当前光伏发电成本较高，行业对政策依赖性较高，企业主要依靠补贴实现盈利。多地的补贴以3-5年为限，若未来政策收紧或者补贴减少，将会对公司盈利造成直接影响。
- **行业竞争趋于激烈风险：**进入分布式光伏业务的企业较多，与光伏宝类似的能源互联网概念的企业也不在少数，不乏大型上市企业。公司规模较小，随着行业竞争趋于激烈，将对公司经营带来较大压力。
- **公司屋顶储备资源不足的风险：**屋顶资源的储备和获取是分布式光伏的核心问题。随着屋顶资源逐步减少和获取难度加大、行业进入门槛降低竞争加剧，公司是否能够持续获得屋顶资源风险上升。
- **其他风险：**市场需求不达预期，融资能力不足。

内容目录

1、公司是专业的分布式光伏电站运营服务商	5
1.1、公司从建筑绿色节能转型分布式光伏运营	5
1.2、公司股权结构及控股股东	7
1.3、公司融资情况	7
2、政策多重利好，分布式光伏前景可期	7
2.1、光伏发电是我国调整能源结构的长期战略性选择	7
2.2、分布式光伏是光伏发展的重心	9
2.3、政策哺育，分布式光伏前景广阔	11
3、公司：从建筑节能转型分布式光伏运营	13
3.1、从绿色建筑到分布式光伏，具备先天优势	13
3.2、以上海为核心，创新商业模式推动飞速发展	14
3.3、线上线下融合，布局能源互联网	16
4、盈利预测和投资建议	17
5、风险提示	19

图表目录

图表 1：分布式能源与建筑光伏应用服务	5
图表 2：建筑绿色节能服务	5
图表 3：公司 2015 年产品销售占比	5
图表 4：2013-2015 营收复合增速为 53.34%	6
图表 5：2013-2015 净利润复合增速 242.03%	6
图表 6：公司 2013-2015 年毛利率及净利率变动情况	6
图表 7：公司 2013-2015 年三费情况	6
图表 8：公司股权结构	7
图表 9：挂牌以来融资情况	7
图表 10：我国不同发电方式占比	8
图表 11：光伏发电直接转换太阳能	8
图表 12：国家支持光伏产业发展的相关政策	8
图表 13：中国太阳年辐射总量分布	9
图表 14：2010-2015 年我国光伏装机量	9
图表 15：我国三类太阳能资源区划分	9
图表 16：2016 年全国光伏电站上网电价表	9
图表 17：分布式光伏	10
图表 18：集中式光伏	10
图表 19：建筑集成光伏（BIPV）	10
图表 20：建筑附加光伏（BAPV）	10
图表 21：美国、中国、德国分布式光伏电站占比	11

图表 22: 分布式光伏行业的补贴政策.....	12
图表 23: 我国新增光伏发电及新增分布式光伏装机容量.....	13
图表 24: 公司典型建筑节能保温项目.....	14
图表 25: 公司绿色建筑节能服务.....	14
图表 26: 上海宝钢 5MW 分布式项目.....	15
图表 27: 上海浦东日立电气 2.4WM 分布式项目.....	15
图表 28: 公司的事业部制+合伙人体系.....	16
图表 29: 公司在上海的核心事业部体系.....	16
图表 30: 公司电站业务开发模式.....	16
图表 31: 公司推出的光伏宝 APP.....	17
图表 32: 分产品的销售预测.....	19

1、公司是专业的分布式光伏电站运营服务商

1.1、公司从建筑绿色节能转型分布式光伏运营

- 世富光伏宝（上海）环保科技股份有限公司成立于 2009 年，专业从事分布式能源、建筑光伏应用和建筑绿色节能的研发设计、投资建设和技术服务，以及绿色能源互联网、光伏互联网金融等。公司是上海市高新技术企业，上海市绿色建筑促进会会员单位，拥有多项绿色节能专利。公司于 2013 年 8 月 8 日登陆新三板，并入选“三板成指”和“三板做市”指数，2016 年 6 月入选创新层公司名单。

公司成立初期主要从事建筑绿色节能服务，包括节能材料销售和建筑外保温系统集成，在建筑领域积累了丰富的技术储备和客户资源。2013 年开始抓住国内光伏市场全面启动的机遇，基于自身优势切入分布式光伏领域。

图表 1：分布式能源与建筑光伏应用服务



来源：公司网站，国金证券研究所

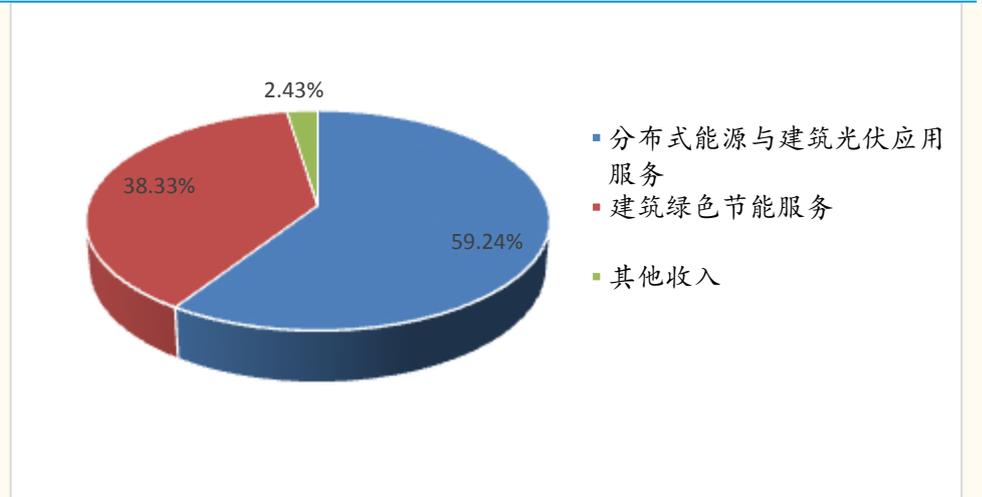
图表 2：建筑绿色节能服务



来源：公司网站，国金证券研究所

2015 年，公司分布式能源与建筑光伏应用服务业务占总营收的 59.24%；传统建筑绿色节能服务占公司总营收的 38.33%，同比下降 4.53%。公司实现成功转型。

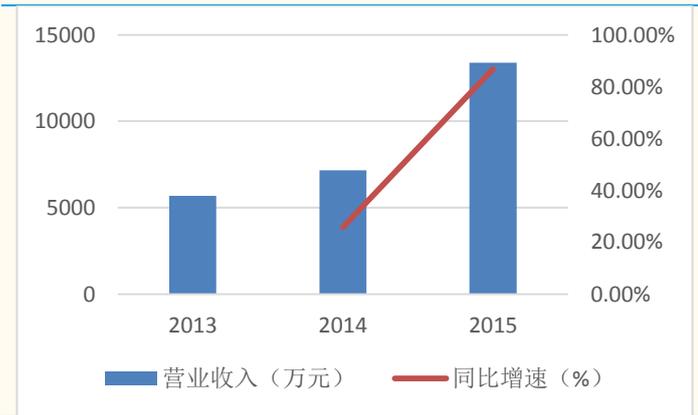
图表 3：公司 2015 年产品销售占比



来源：公司年报，国金证券研究所

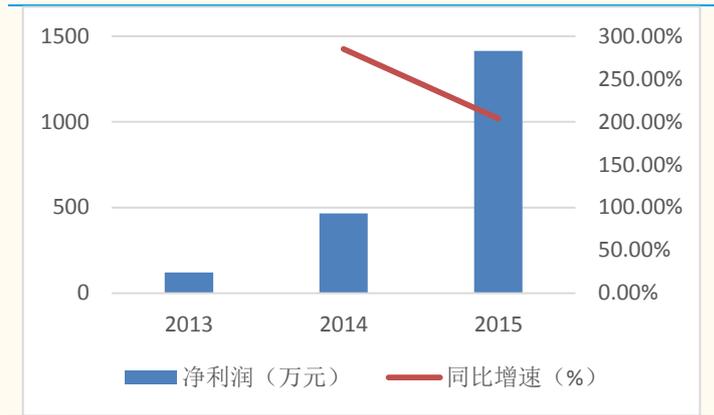
- 受分布式光伏业务驱动，公司业绩呈爆发式增长。2013-2015 年公司营收分别为 5694.7 万元、7169.26 万元、13390.79 万元，年复合增长率为 53.34%；2013-2015 年净利润为 120.91 万元、465.41 万元、1414.47 万元，年复合增长率为 242.03%。**2015 年分布式光伏营收 7932.22 万元，同比增长 342.4%。**

图表 4: 2013-2015 营收复合增速为 53.34%



来源: wind, 国金证券研究所

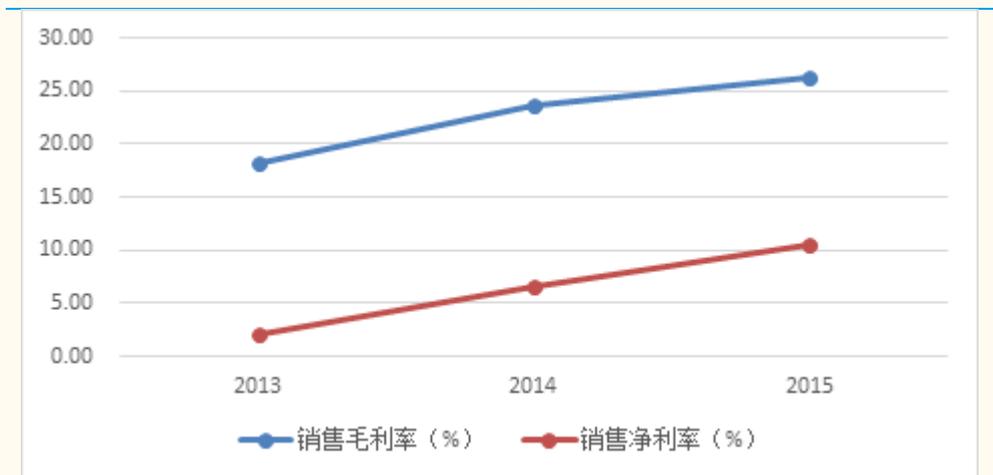
图表 5: 2013-2015 净利润复合增速 242.03%



来源: wind, 国金证券研究所

毛利净利双提升。受益于分布式光伏产业利好政策频出，激发下游市场需求快速增长，公司毛利净利大幅上升。

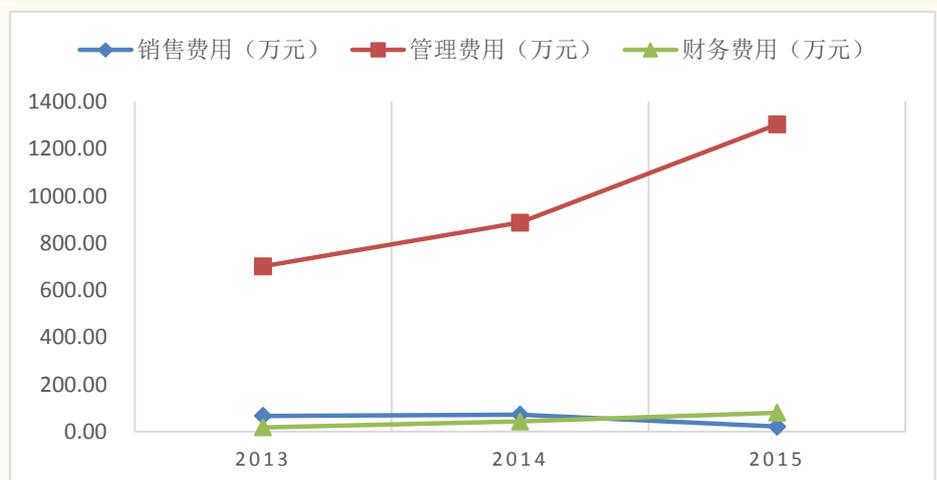
图表 6: 公司 2013-2015 年毛利率及净利率变动情况



来源: wind, 国金证券研究所

三费控制上，分布式光伏发电业务项目研发费用及运维费用投入较大，管理费用上升较快；由于光伏项目结算等原因，导致费用结算和确认之间存在时间差，所以销售费用下降；近年银行贷款利息增加，财务费用整体稳定略有上浮。

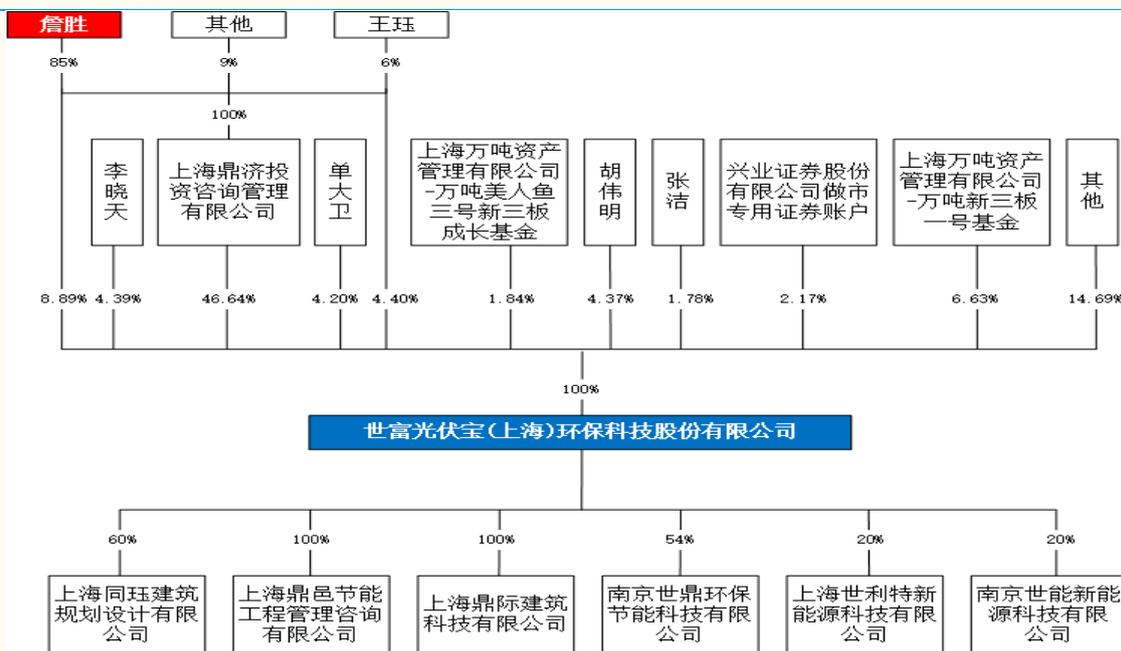
图表 7: 公司 2013-2015 年三费情况



来源: wind, 国金证券研究所

1.2、公司股权结构及控股股东

图表 8: 公司股权结构



来源: 公司公告, Wind, 国金证券研究所

- 公司控股股东为上海鼎济投资咨询管理有限公司, 持有公司 1553 万股, 持股比例 46.64%。公司实际控制人为詹胜, 直接持有上海鼎济投资咨询管理有限公司 85% 股权, 并直接持有公司 8.89% 的股份, 间接持有公司 39.64% 股份, 合计控制公司 48.53% 的股权。

詹胜, 1973 年出生, 中国国籍, 毕业于同济大学, 土木工程专业硕士学历。曾担任同济大学建筑设计研究院工程师、澳大利亚实耐(上海)建材有限公司市场部总监、上海大华(集团)有限公司总师室总工程师、上海总泉置业有限公司总工程师等职务, 现任上海鼎济投资咨询管理有限公司总经理, 董事。

1.3、公司融资情况

图表 9: 挂牌以来融资情况

公告日期	融资方式	年度	最新进度	发行价(元)	发行股数(万股)	募集总额(万元)
2014-05-07	定向增发	2014年	已实施	1.31	250	327.50
2015-01-22	定向增发	2015年	已实施	3.00	265	795.00
2015-06-01	定向增发	2015年	已实施	13.00	180	2340.00

来源: Choice, 国金证券研究所

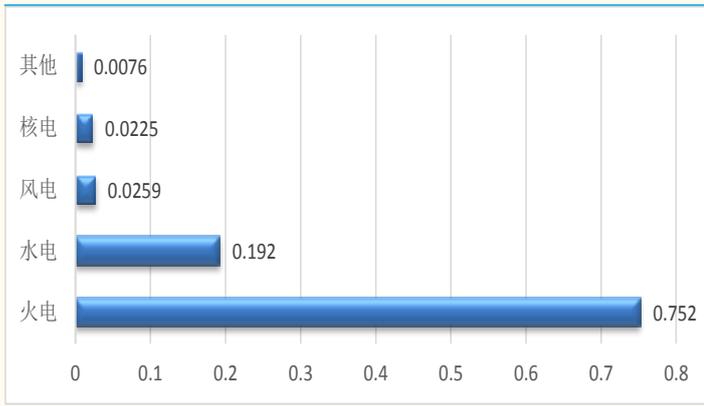
2、政策多重利好, 分布式光伏前景可期

2.1、光伏发电是我国调整能源结构的长期战略性选择

光伏发电是利用光生伏特效应原理, 将太阳能直接转换为电能。太阳能是取之不尽用之不竭的可再生能源, 具有清洁性、安全性、广泛性、长寿命和免维护性、资源的充足性、可再生以及潜在的经济性等优点, 在长期的能源战略中具有重要地位。

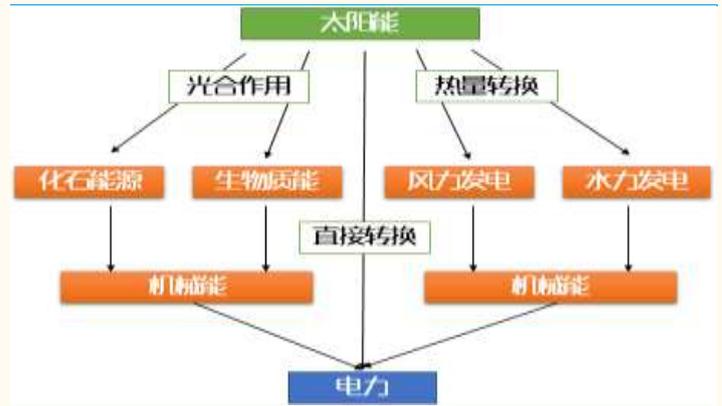
我国现有发电方式中, 火力发电占 75.2%, 水力发电占 19.2%, 风力发电占据 2.59%。从广义上说, 风能、水能、生物质能均来自太阳能, 是通过二次或多次转换而来。光伏发电是唯一直接转换太阳能的方式。

图表 10：我国不同发电方式占比



来源：国金证券研究所整理

图表 11：光伏发电直接转换太阳能



来源：国金证券研究所

作为世界第一能源消费大国，传统化石能源造成的环境污染和生态失衡等问题日益成为制约社会经济发展的严重障碍。太阳能光伏发电是我国能源结构调整的长期战略性选择，国家先后出台多项措施予以扶持。

图表 12：国家支持光伏产业发展的相关政策

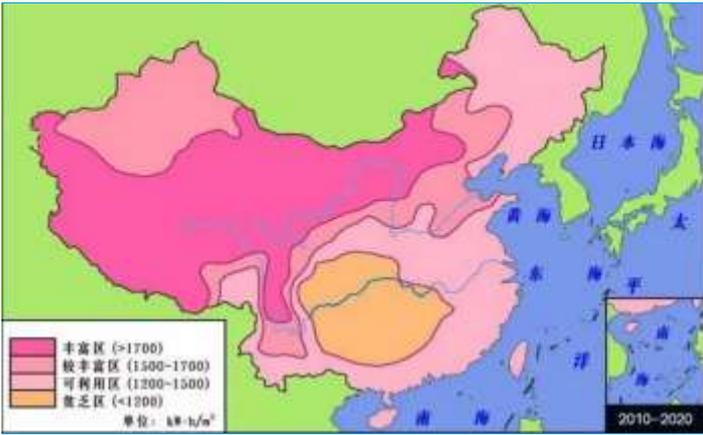
时间	颁布单位	政策名称	政策内容
2013年	国务院	《关于促进光伏产业健康发展的若干意见》	按照“合理布局、就近接入、当地消纳、有序推进”的总体思路，根据当地电力市场发展和能源结构调整需要，在落实市场消纳条件的前提下，有序推进各种类型的光伏电站建设。
2014年	国家能源局	《关于下达2014年光伏发电年度新增建设规模的通知》	全年新增备案总规模1400万千瓦，其中分布式800万千瓦，光伏电站600万千瓦。
2014年	国务院办公厅	《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》	鼓励大型公共建筑及公用设施、工业园区等建设屋顶分布式光伏发电。
2015年	国家能源局	《关于下达2015年光伏发电建设实施方案的通知》	2015年全国新增光伏电站建设规模1780万千瓦。
2015年	国家发改委、国家能源局	《关于改善电力运行、调节促进清洁能源多发满发的指导意见》	在编制年度发电计划时，优先预留水电、风电、光伏发电等清洁能源机组发电空间；鼓励清洁能源发电参与市场，对于已通过直接交易等市场化方式确定的电量，可从发电计划中扣除。
2015年	国家工信部	《关于进一步优化光伏企业兼并重组市场环境的意见》	鼓励国有企业、民营企业、外资企业等通过并购、参股等多种方式相互开展兼并重组。支持光伏企业以资本、技术、品牌为基础开展联合技术攻关、建立区域性业务合作关系或组成战略合作联盟等。
2015年	国家发改委	《关于完善陆上风电光伏发电上网标杆电价政策的通知》	实行陆上风电、光伏发电上网标杆电价随发展规模逐步降低的价格政策。
2016年	国家能源局	《2016年光伏发电建设实施方案的通知》	2016年全国新增光伏电站建设规模1810万千瓦，其中普通光伏电站项目1260万千瓦，光伏领跑技术基地规模550万千瓦。

来源：国金证券研究所整理

我国光照资源丰富，光伏发电发展迅速。我国 75%以上的国土光照充沛，大多数地区年平均日辐射量在每平方米 4 千瓦时以上，西藏日辐射量最高达每平方米 7 千瓦时。年日照时数大于 2000 小时，非常有利于推广光伏发电。根据中国国家能源局数据，2005 年我国太阳能发电装机总量 70 万千瓦，到 2014 年，累计装机总量已增至 2805 万千瓦，在不到十年内实现了 40 倍的增长。

截止 2015 年底，我国光伏发电累计装机容量 43.18GW，成为全球光伏发电装机容量最大的国家。2015 年新增装机容量 15.13GW，占全球新增装机的四分之一以上。2016 年第一季度，全国新增光伏发电装机容量 7.14GW，同比增加 52%。

图表 13：中国太阳年辐射总量分布



来源：《光伏产业观察》，国金证券研究所

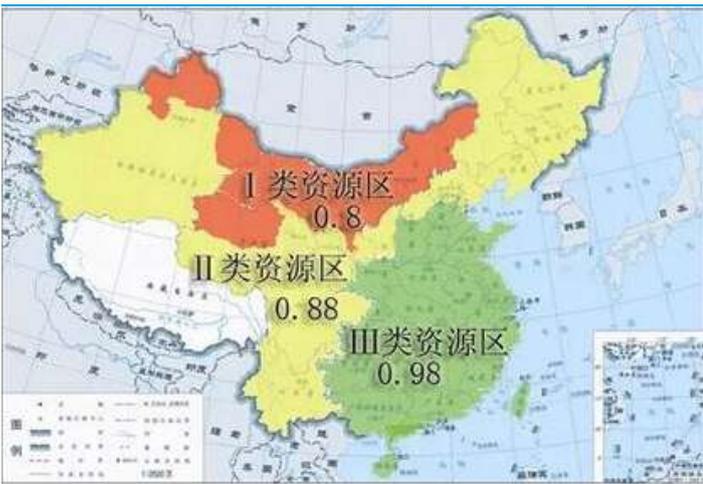
图表 14：2010-2015 年我国光伏装机量



来源：国家能源局，中国光伏行业协会，国金证券研究所

发电成本是制约光伏发电发展的主要因素。光伏发电成本目前已经达到 1 元/千瓦时以下；但与火电、水电等常规发电方式相比，仍是其 2 倍左右。2013 年，国家发改委发出《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》，根据各地太阳能资源条件和建设成本，将全国(不含西藏地区)分为三类太阳能资源区，制定相应地面光伏电站标杆上网电价。2016 年国家发改委对光伏电站上网电价做出了新的调整，预计到 2020 年，光伏标杆上网电价可实现平价上网。

图表 15：我国三类太阳能资源区划分



来源：百度图片，国金证券研究所

图表 16：2016 年全国光伏电站上网电价表

资源区	标杆上网电价(含税)/元	各资源区所包括的地区
I类	0.8	宁夏, 青海海西, 甘肃嘉峪关、武威、张掖、酒泉、敦煌、金昌, 新疆哈密、塔城、阿勒泰、克拉玛依, 内蒙古除赤峰、通辽、兴安盟、呼伦贝尔以外地区
II类	0.88	北京, 天津, 黑龙江, 吉林, 辽宁, 四川, 云南, 内蒙古赤峰、通辽、兴安盟、呼伦贝尔, 河北承德、张家口、唐山、秦皇岛, 山西大同、朔州、忻州, 陕西榆林、延安、青海, 甘肃, 新疆除类外其他 I 类地区
III类	0.98	除前面的 I、II 类地区外的其他地区

来源：国家发改委，国金证券研究所

2.2、分布式光伏是光伏发展的重心

光伏发电可以分成集中式光伏和分布式光伏，分布式光伏以特有的优势成为光伏产业发展重心。集中式光伏多利用偏远地区丰富和相对稳定的太阳能资源，接入高压输电系统供给远距离负荷；分布式光伏则主要基于建筑物表面，就近解决用户的用电问题，通过并网实现供电差额的补偿与外送。

图表 17: 分布式光伏



来源: 百度图片, 国金证券研究所

图表 18: 集中式光伏



来源: 百度图片, 国金证券研究所

分布式光伏主要有以下特点: 一、输出功率相对较小。一般单个分布式光伏发电项目容量在数千瓦以内。与集中式电站不同, 光伏电站的大小对发电效率的影响很小, 因此对经济性的影响也很小, 小型光伏系统的投资收益率并不会比大型的低。二、环保效益突出。分布式光伏发电过程中, 没有噪声, 也不会对空气和水产生污染。三、能够一定程度上缓解局部地区用电紧张状况。但是其能量密度相对较低, 每平方米发电功率仅约 100 瓦, 加上适合安装光伏组件的建筑屋顶面积有限, 不能从根本上解决用电紧张问题。四、接入配电网, 可以发电用电并存, 且要求尽可能地就地消纳。

分布式光伏发电的特点, 决定了其适合建筑光伏发电的模式。建筑光伏发电是指在建筑屋顶和朝阳墙面上安装、在电网用户侧并入的分布式电源, 可分为建筑附加光伏(BAPV)和建筑集成光伏(BIPV)两种。

建筑附加光伏(BAPV)是把光伏系统安装在建筑物的屋顶或者外墙上, 建筑物作为光伏组件的载体起支撑作用, 光伏系统本身并不作为建筑的构成, 拆除后建筑物仍能够正常使用。

建筑集成光伏(BIPV)是指将光伏系统与建筑物集成一体, 光伏组件成为建筑结构不可分割的一部分, 如光伏屋顶、光伏幕墙、光伏瓦和光伏遮阳装置等。这里的光伏组件已经用作建材, 必须具备坚固耐用、保温隔热、防水防潮、适当强度和刚度等性能。建筑集成光伏是光伏建筑一体化的更高级应用, 光伏组件既作为建材, 又能够发电, 一举两得, 可以部分抵消光伏系统的高成本, 有利于光伏的推广应用。

图表 19: 建筑集成光伏 (BIPV)



来源: 百度图片, 国金证券研究所

图表 20: 建筑附加光伏 (BAPV)



来源: 百度图片, 国金证券研究所

建筑光伏发电是分布式光伏的理想形式。

一是合理地利用了建筑物光照面，减少对土地的占用。将光伏系统安装在负荷中心的建筑屋顶和墙面上，既不影响建筑物的使用，又获得了清洁电力，还节省了输电投资，输配电损耗很少。

二是与负荷匹配度较高。建筑光伏多安装于城市，城市的负荷高峰都在白天，主要是工业、商业、办公和公共建筑用电，可有效起到“削峰”作用。

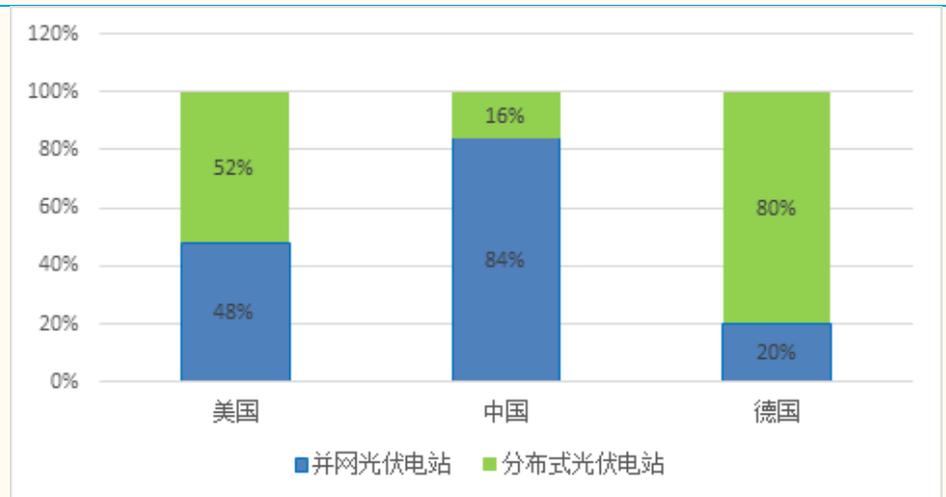
三是在配电侧并网，电网管理相对简单。通过合理配置建筑光伏占输电线路容量比例，光伏电力将被负荷完全消耗，不存在向中压输电网(10千伏、35千伏、110千伏)反送电(逆流)问题。此外，建筑光伏配备一定量的小型储能装置(如几小时的峰值储能)即可平滑供电，消除光伏发电的不稳定性，而且可以大大提高电网的安全性，在大电网出现故障时可以实现几个小时的应急供电。

四是性价比高。光伏发电系统的硬件(光伏组件、并网逆变器、线缆、安装支架、计量表、监控设备等)成本会随着市场供求关系的波动、光伏行业的技术进步和效率提升而有所变化，并且与安装容量大小有关。系统安装容量越大，成本构成中的一些基础费用会被摊薄，使得单位投资成本有所降低。一般的家庭分布式光伏发电系统安装容量约3千瓦至10千瓦左右，按单瓦成本8元至9元来计算，系统投资约4万至10万元左右。根据光照条件、用户侧电价、补贴及系统成本的不同，6年至10年即可以回收成本，余下的15年间所产生的电量收入会成为利润。

2.3、政策哺育，分布式光伏前景广阔

目前，国际上分布式光伏发电系统占光伏发电的比例平均在67%左右，德国、日本等更是达到80%，我国不到20%，处于产业发展初级阶段。投资回收周期长、电量全额消纳无保障、并网接入难、屋顶落实难、贷款融资难等问题困扰着行业发展。随着国家和地方解决分布式光伏困局的政策陆续出台，分布式光伏发电投融资体系建设将逐步完善，分布式光伏发电备案、并网、补贴等政策执行力度和效率将得到加强，分布式光伏有望迎来快速发展期。

图表 21：美国、中国、德国分布式光伏电站占比



来源：《开发性金融研究》，国金证券研究所

一、补贴力度加大，分布式光伏项目收益未来有望大幅提高。分布式光伏项目电价为“基础电价+补贴”，国家级补贴0.42元/度电，不少地区在国家补贴的基础上又出台了地方补贴。如浙江省温州永嘉县，每度分布式光伏项目可以获得的补贴为：0.42(国家)+0.1(省)+0.1(市)+0.4(县，五年)=1.02元/kwh。除了高额补贴外，作为绿色洁净能源，分布式光伏项目还可获得税费优惠和额外减排收入。

图表 22：分布式光伏行业的补贴政策

省份	城市	补贴政策内容
浙江省	杭州市	在国家补贴0.42元/kWh、浙江省补贴0.1元/kWh的基础上，根据项目建成后的实际发展发电效果，再给予0.1元/kWh的补贴，自并网发电之日起连续补贴5年，补贴期限暂定为2014-2015年。
	宁波市	2015年底前，对列入国家、省计划并经省、市备案的光伏发电项目，发电补贴额在国家、省确定发电量补贴标准基础上，自项目并网发电之日起，我市再给予0.10元/千瓦时的补贴，补贴年限为5年
	嘉兴市	自2013年起至2015年底，对市本级200MW分布式光伏发电项目进行电量补贴，补贴标准为0.1元/kWh，连续补贴3年。
安徽省	合肥市	在合肥新建光伏发电项目，且全部使用由当地企业生产的组件和逆变器，除享受国家补贴外，按年发电量给予0.25元/kWh补贴；屋顶、光电建筑一体化等光伏电站，按年发电量给予0.02元/kWh补贴；连续补贴15年。家庭投资建设光伏发电项目等，按装机容量一次性给予2元/W补贴，不享受市级光伏kWh电补贴政策。
	亳州市	企业或居民新建分布式太阳能光伏发电项目并在本市并入当地国家电网，按项目年发电量，给予0.25元/千瓦时财政补贴，补贴时限10
	界首市	每个村级光伏发电项目建设投入资金约48万元，市本级财政投入20万元，剩余28万元采用帮扶单位扶持和贫困村自筹资金等方式解决
江西省	南昌市	在国家、省级补贴基础上，每度电给予0.15元补贴，补贴期暂定5年
	上饶市	上饶市人民政府颁发新政，鼓励促进光伏发电应用，并对屋顶光伏发电项目补贴0.15元/度电，补贴暂定5年。
	萍乡市	将年度实际利用分布式光伏电量超过总用电量50%、生产过程中不产生碳排放的工业企业，认定为低碳企业，准许其享受低碳企业有关优惠政策。用电企业利用分布式光伏发电的电量不计入企业节能目标责任考核指标。
上海市	上海市	分布式光伏的“度电补贴”金额为工商业用户0.25元/千瓦时，个人用户、学校等享受优惠电价用户为0.4元/千瓦时，期限为5年。2014年度上海市新增享受国家补贴资金的分布式光伏发电规模为200兆瓦光伏电站；0.3元/千瓦时，奖励时间为连续5年。
广东省	广州市	对于项目建设居民个人或单位，按照0.1元/千瓦时的标准，以项目上一年度所发电量为基础计算补助金额，补助时间为项目建成投产后连续10年。
	深圳市	针对分布式光伏发电项目执行的是国标，即实施全电量补贴政策，补贴价格为0.42元/度。
	阳江市	家庭光伏发电产生的电量，政府给予用户0.42元/度(含税)的补贴，补贴年限则暂时没有规定。用不完的电量以0.5元/度(含税)的价格卖给供电部门。
湖北省	黄石市	建设分布式光伏发电电价，我市在国家每度电补贴0.42元的基础上，再补贴0.1元。
	宜昌市	分布式光伏发电系统所发电量国家补贴标准为0.42元/千瓦时，我市地方财政补贴标准为0.25元/千瓦时。

来源：国金证券研究所根据公开资料整理

二、推进电改，电量消纳有保障。目前，分布式光伏项目采用的是“自发自用，余电上网”和“全部上网”两种售电模式。随电改推进未来售电权将放开，分布式发电项目不再局限于针对屋顶业主的合同能源管理，在合适的范围和条件下，将允许向第三方供电，在示范区启动转供电试点，项目发电长期稳定消纳的潜在风险可进一步解除。

三、分布式光伏效率不断提升，成本大幅下降。分布式电站系统的核心是太阳能电池组件。我国太阳能电池组件每年绝对效率平均提升0.3%左右，至2015年底多晶及单晶太阳能电池产业化平均效率分别达到18.3%和19.5%。电池组件成本2007的每瓦约4.8美元，到2015年晶硅组件平均价格为0.568美元/瓦，预计未来3-5年将继续下降至每瓦0.4美元左右。光伏组件投资成本占初始投资的50%-60%，光伏组件效率提升1%，光伏发电系统价格下降17%。随着电池效率的持续提升和组件成本大幅下降，我国光伏电站单位千瓦投资由2009年的20000元左右降至2015年7500-9000元。

四、融资难问题逐渐得到缓解。分布式光伏初始投资相对较高，融资难一直困扰行业发展。从2014年第三季度开始，国开行、农发行、民生和招商银行等都开始积极进入分布式项目的贷款；此外，商业保险融入、分布式光伏项目资产证券化等措施的推广，也使融资难的问题逐步得到解决。随着国家对清洁能源支持力度的不断加大，越来越多的金融产品也将随之进入分布式光伏领域。

从市场空间来看，分布式光伏潜力巨大。我国光伏“十三五”装机目标明确上调50%，2020年光伏发电规模目标已从之前的100GW上调到150GW，其中分布式光伏规划70GW，地面电站规划80GW。“十三五”期间将加

快推进中东部地区分布式光伏发电等重点工程。照此计算未来 5 年我国分布式光伏发电年复合增速将超过 60%。

图表 23：我国新增光伏发电及新增分布式光伏装机容量



来源：国家能源局，国金证券研究所

对屋顶资源的掌控和商业模式的选择是发展分布式光伏的关键。从产业和企业的角度，分布式光伏发展仍面临着急需解决的实际问题。首先就是要有丰富优质的屋顶资源储备。屋顶资源分为商用和民用，要选择结构好、产权清晰的，而且要保证 25 年的光伏发电期（光伏设备的寿命一般在 25 年左右）。分布式光伏发电模式多样，选择成熟的、可复制性强的商业模式是企业快速发展的关键。

3、公司：从建筑节能转型分布式光伏运营

3.1、从绿色建筑到分布式光伏，具备先天优势

公司成立之初主营建筑绿色节能服务，长期与巴斯夫、亨斯迈等国际知名企业合作开拓民用和工业外墙建筑保温市场，以及开发光伏呼吸系统、建筑外遮阳等新兴低碳维护系统。公司实际控制人和高管团队来自同济大学，具备多年建材市场经验，完成了一系列具有代表性的节能工程项目，如月星环球商业中心、上海客运专线调度所、三湘海尚别墅、上海市质子重离子医院等。

图表 24：公司典型建筑节能保温项目

	<p>上海月星环球商业中心： 公司为月星环球提供屋面聚氨酯喷涂的保温工程服务。月星环球博览中心作为上海市 2012 年重点工程项目，建成后总面积达 43 万平方米。公司提供的聚氨酯屋面保温服务，解决了停车屋面保温材料的高承压和防水问题。</p>
	<p>上海市质子重离子医院： 公司为上海市质子重离子医院提供屋面聚氨酯喷涂的保温工程服务。该项目位于上海国际医学产业园，是一所提供质子、重离子放疗服务的现代医学研究机构。公司提供的聚氨酯屋面保温防水一体化方案，为高精度医学设备的平稳运行提供了保障。</p>

来源：公开转让说明书，国金证券研究所

公司全资子公司鼎际装饰和控股子公司上海同钰建筑规划设计有限公司主营光伏幕墙工程设计与施工，建筑装饰装修工程等，对于建筑结构和材质的把握，使其进入分布式光伏领域具有先天优势。此外，公司在传统建筑节能业务中建立了丰富的上下游客户关系，有利于获取优质的屋顶资源。

图表 25：公司绿色建筑节能服务



来源：公司官网，国金证券研究所

3.2、以上海为核心，创新商业模式推动飞速发展

公司分布式光伏以补贴最高，政策支持力度最大的上海为核心，逐步向东部沿海及北京、天津等区域输出。

上海是全国居民分布式发电第一市场。上海是经济最发达的地区之一，据统计别墅业主平均电费在 700-1500 之间，可安装容量 3-8kW 居多。几乎所有的光伏系统发电量都可以按照第三梯度电费抵扣，也就是基础电价 0.977 元；除了有 2013 年开始的 0.42 元/KWH、期限 20 年的国补，上海 2014 年开始还给出了 0.4 元/KWH，期限 5 年的地补；加起来接近 1.8 元，在中国是最高的收益了。按 5kw 系统估算，系统价

格 7 万元，年发电量 5500 度，年收益最高 9900，最低收益 7150，投资静态回收周期 7-10 年。此外，上海给予企业用户的补贴：国补（0.42 元/KWH）+地补（0.25 元/KWH）=0.67 元 /KWH，也属于全国较高水平。

利好政策频出，2016 年上海分布式光伏有望爆发式发展。2015 年 12 月上海推出全国首个分布式光伏贷款新政-“阳光贷”，对象为注册上海的中小企业在本市投资建设的分布式光伏项目，贷款体量更适用于中小型屋顶，工商业屋顶分布式使用“阳光贷”的项目 IRR 收益可由原来的 15.14%上升到 20.86%。同时上海发改委也下发了《关于开展 2016 年度光伏发电示范应用建设规模申报暨 2015 年度规模调整工作的通知》，明确指出优先考虑分布式光伏发展。

公司在上海已经完成了多个分布式光伏建设，包括上海宝山区最大的中冶宝钢 5MW 项目和中心城区最大的浦东日立电气 2.4MW 项目。

图表 26：上海宝钢 5MW 分布式项目



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 27：上海浦东日立电气 2.4MW 分布式项目

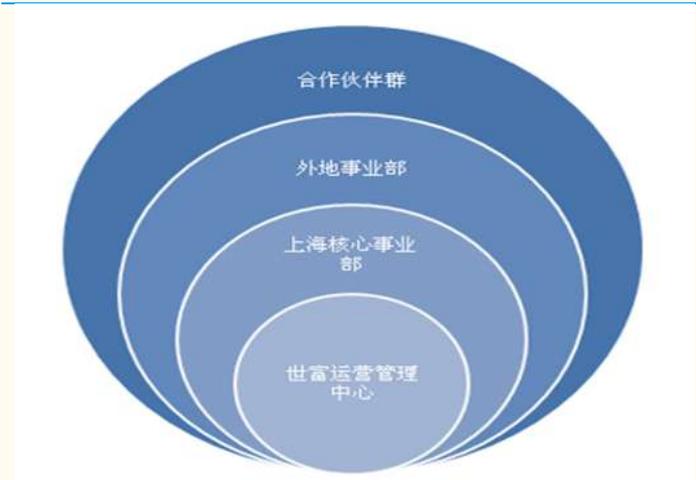


来源：公司资料，国金证券研究所

创新商业模式，解决屋顶资源和资金困局。屋顶资源的获取和电站建设资金是分布式光伏要解决的关键问题。公司通过创新的商业模式，建立起事业部+合伙人制度，通过大规模覆盖的地推网络解决碎片化市场困局。

事业部+合伙人，即公司在上海成立核心事业部，进行标杆项目的建设 and 成熟模式推广；在上海以外的目标地域成立当地的事业部，并引入具有屋顶资源和资金实力的合伙人共同建设开发。对合伙人的选择，公司主要看重持续经营能力和对分布式光伏的投入程度，合伙人负责投资和资源注入，公司负责电站建设和运营。通过这套制度可大幅提高项目建设效率、优化成本结构。目前公司已完成在江苏、浙江、江西、福建等沿海地区布局。

图表 28：公司的事业部制+合伙人体系



来源：公司路演推介材料，国金证券研究所

图表 29：公司在上海的核心事业部体系



来源：公司路演推介材料，国金证券研究所

此外，在极具潜力、尚待起步的居民光伏市场，公司针对单个屋顶容量小、用户分布不集中、传统销售成本高、可复制性强的特点，采取与装修公司、门窗水电安装个体户合作的方式，通过培训将其纳入自己的销售体系进行地推，大大降低了营销成本。2016 年公司推出了“千屋万户”计划，以上海郊区居民屋顶为目标，完成 1000 家屋顶的安装；通过快速复制 2017 年在 10 个目标城市拓展 10000 个居民屋顶。目前在上海地区进展顺利，全年有望超预期完成。

公司通过两种开发模式进行滚动式发展缓解资金需求。

图表 30：公司电站业务开发模式

光伏电站运营服务模式——针对投资客户——逆向操作（目前主要模式）



光伏电站投资模式——针对用电客户——正向操作（未来比重增加）



来源：公司路演资料，国金证券研究所

创新有效的商业模式促使公司的分布式光伏业务飞速发展。目前公司在手订单超过 100MW，主要客户包括地方大型国企、外企、医院、购物中心等优质用户。

3.3、线上线下融合，布局能源互联网

- 公司把握能源互联网行业趋势，重点打造了“光伏宝”APP，涵盖太阳能光伏组件的销售安装服务、电站建设运维服务、光伏金融产品的销售服务。既是项目推广和管理平台，也是分布式光伏资产证券化产品平台。

太阳能光伏组件的销售安装服务：在线销售林洋能源、东方日升等合作公司的光伏组件产品，并提供产品安装服务。

电站投资建设运维服务：通过在线展示光伏电站运行情况和较高的收益率，吸引线下客户参与投资分布式光伏项目。

光伏金融产品销售服务：将现有电站项目做成理财产品在网站上进行项目融资，既保证公司能够及时收回投资款项，又能扩展公司现有业务范围。

图表 31：公司推出的光伏宝 APP



来源：公司路演推介材料，国金证券研究所

未来公司将以电站 EPC 和运营管理为核心，通过多方合作引入资源和资金开拓分布式光伏市场。并将项目接入光伏宝平台，提供用电大数据增值服务，进一步打开商业空间。

4、盈利预测和投资建议

- **公司从建筑节能转型分布式光伏，具备先天优势：**公司高管团队来自同济大学，成立初期主要从事建筑绿色节能服务，积累了丰富的技术储备和客户资源。对于建筑结构和材质以及屋顶资源的把握，使其进入分布式光伏领域具有先天优势。公司处于快速发展期，2013-2015 年营收分别为 5694.7 万元、7169.26 万元、13390.79 万元，年复合增长率为 53.34%；净利润分别为 120.91 万元、465.41 万元、1414.47 万元，年复合增长率为 242.03%。2015 年分布式光伏业务营收 7932.22 万元，同比增长 342.4%，占总营收的 59.24%，标志着公司成功实现转型。
- **利好政策频出，分布式光伏前景广阔：**光伏发电是我国调整能源结构的长期战略性选择。截止 2015 年底我国光伏发电累计装机容量 43.18GW，成为全球装机容量最大的国家。其中分布式光伏以减少土地占用、负荷匹配度高、可配电侧并网管理简单、投资收益高等优势成为光伏发电的重心。目前我国分布式光伏占光伏发电比例不到 20%，远低于国际平均 67% 的水平。随着电改推进，分布式光伏发电备案、并网、补贴等政策执行力度和效率加强，困扰行业的屋顶、并网、资金难题得到有效缓解；以及技术进步推动发电效率不断提升，成本大幅下降，分布式光伏进入高速发展期。光伏“十三五”装机目标从 100GW 上调到 150GW，其中分布式光伏规划 70GW，照此计算未来 5 年我国分布式光伏发电年复合增速将超过 60%。
- **以上海为核心，创新商业模式解决屋顶资源和电站建设资金两大难题：**上海是我国分布式光伏补贴力度最高、政策支持力度最大的地区，并于 2015 年底推出了支持分布式光伏融资的“阳光贷”计划。公司已在上海完成多个分布式光伏标杆项目，包括宝山区最大的中冶宝钢 5MW 项目和中心城区最大的浦东日立电气 2.4MW 项目。并以上海为核心，建立创新的事业部+合伙人制度，通过大规模覆盖的地推网络解决碎片化市场困局，快速向周边省市及沿海地区拓展。针对潜力巨大的居民市场推出了“千屋万户”计划进行快速复制。有效的商业模式使公司在屋顶资源和资金方面占据先机。

- **能源互联网平台进一步打开商业空间：**公司把握能源互联网行业趋势，重点打造了“光伏宝”APP，涵盖太阳能光伏组件的销售安装服务、电站建设运维服务、光伏金融产品的销售服务，作为分布式光伏项目推广、管理和金融服务综合平台。未来公司将以电站 EPC 和运营管理为核心，通过多方合作引入资源和资金开拓分布式光伏市场，并将项目接入光伏宝平台，提供用电大数据增值服务，进一步打开商业空间。
- 结合以上分析，我们认为政策持续推动及成本下降情况下，分布式光伏有较高的收益率，2016 年将获得快速发展，未来潜力巨大。公司从绿色建筑转型具备先天优势，商业模式对解决屋顶资源和资金问题有显著效果。以政策支持力度最大的上海为核心向沿海地区快速复制，未来增长值得期待。
- 我们预计公司 2016-2018 年营收分别为 1.77 亿，3.14 亿，5.50 亿，净利润分别为 1800 万，2900 万，5000 万，EPS 分别为 0.553 元，0.878 元，1.493 元。参考同行估值水平，考虑到新三板流动性，按 2016 年 PE15X 予以估值，目标价 7.5-8.2 元，给予“买入”评级。

图表 32: 分产品的销售预测

项 目	2014	2015	2016	2017E	2018E
分布式能源与建筑光伏					
销售收入 (百万元)	17.93	79.32	126.91	266.51	506.37
增长率 (YOY)	-99.59%	342.39%	60.00%	110.00%	90.00%
毛利率	30.78%	28.85%	28.00%	27.00%	26.00%
销售成本 (百万元)	12.41	56.44	91.38	194.55	374.71
增长率 (YOY)	-99.65%	354.72%	61.91%	112.92%	92.60%
毛利 (百万元)	5.52	22.88	35.53	71.96	131.66
增长率 (YOY)	-99.36%	314.65%	55.28%	102.50%	82.96%
占总销售额比重	25.01%	59.23%	71.74%	85.01%	92.01%
占主营业务利润比重	11.77%	65.17%	76.77%	87.32%	92.84%
建筑绿色节能服务					
销售收入 (百万元)	53.76	51.33	45.00	40.00	35.00
增长率 (YOY)	107420.00%	-4.52%	-12.33%	-11.11%	-12.50%
毛利率	76.92%	21.48%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本 (百万元)	12.41	40.30	36.00	32.00	28.00
增长率 (YOY)	35350.88%	224.83%	-10.68%	-11.11%	-12.50%
毛利 (百万元)	41.35	11.03	9.00	8.00	7.00
增长率 (YOY)	275581.28%	-73.34%	-18.37%	-11.11%	-12.50%
占总销售额比重	74.99%	38.33%	25.44%	12.76%	6.36%
占主营业务利润比重	88.23%	31.40%	19.44%	9.71%	4.94%
其他业务					
销售收入 (百万元)	0.00	3.26	5.00	7.00	9.00
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	53.37%	40.00%	28.57%
毛利率	0.00%	36.92%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本 (百万元)	0.00	2.06	3.25	4.55	5.85
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	58.04%	40.00%	28.57%
毛利 (百万元)	0.00	1.20	1.75	2.45	3.15
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	45.40%	40.00%	28.57%
占总销售额比重	0.00%	2.43%	2.83%	2.23%	1.64%
占主营业务利润比重	0.00%	3.43%	3.78%	2.97%	2.22%
销售总收入 (百万元)	71.69	133.91	176.91	313.51	550.37
销售总成本 (百万元)	24.82	98.80	130.63	231.10	408.56
毛利 (百万元)	46.87	35.11	46.28	82.41	141.81
平均毛利率	65.38%	26.22%	26.16%	26.29%	25.77%

来源: 国金证券研究所

5、风险提示

- 政策补贴减少风险:** 当前光伏发电成本较高, 行业对政策依赖性较高, 企业主要依靠补贴实现盈利。多地的补贴以 3-5 年为限, 若未来政策收紧或者补贴减少, 将会对公司盈利造成直接影响。
- 行业竞争趋于激烈风险:** 进入分布式光伏业务的企业较多, 与光伏宝类似的能源互联网概念的企业也不在少数, 不乏大型上市企业。公司规模较小, 随着行业竞争趋于激烈, 将对公司经营带来较大压力。
- 公司屋顶储备资源不足的风险:** 屋顶资源的储备和获取是分布式光伏的核心问题。随着屋顶资源逐步减少和获取难度加大、行业进入门槛降低竞争加剧, 公司是否能够持续获得屋顶资源风险上升。

- 其他风险： 市场需求不达预期， 融资能力不足。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	57	72	134	177	314	550	货币资金	0	5	13	15	20	25
增长率		25.9%	86.8%	32.1%	77.2%	75.6%	应收款项	22	33	83	148	276	484
主营业务成本	-47	-55	-99	-131	-231	-409	存货	3	2	0	4	8	17
%销售收入	81.9%	76.3%	73.8%	73.8%	73.7%	74.2%	其他流动资产	3	2	13	12	25	43
毛利	10	17	35	46	82	142	流动资产	28	43	108	179	329	569
%销售收入	18.1%	23.7%	26.2%	26.2%	26.3%	25.8%	%总资产	97.9%	97.3%	97.2%	91.7%	92.9%	94.2%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-4	-8	-14	长期投资	0	0	2	3	2	2
%销售收入	3.4%	2.6%	2.1%	2.0%	2.5%	2.5%	固定资产	0	0	0	1	1	1
营业费用	-1	-1	0	-1	-2	-4	%总资产	0.8%	0.9%	0.2%	0.6%	0.3%	0.2%
%销售收入	1.2%	1.0%	0.2%	0.3%	0.5%	0.8%	无形资产	0	0	1	10	20	30
管理费用	-7	-9	-13	-18	-30	-47	非流动资产	1	1	3	16	25	35
%销售收入	12.3%	12.4%	9.7%	10.0%	9.5%	8.5%	%总资产	2.1%	2.7%	2.8%	8.3%	7.1%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	1	6	19	25	43	77	资产总计	29	44	112	196	354	604
%销售收入	1.2%	7.7%	14.3%	13.9%	13.8%	14.0%	短期借款	4	9	21	81	191	347
财务费用	0	0	-1	-3	-9	-17	应付款项	15	16	23	27	46	85
%销售收入	0.3%	0.6%	0.6%	1.7%	2.7%	3.1%	其他流动负债	2	3	5	11	16	26
资产减值损失	0	-1	-2	0	0	0	流动负债	20	27	49	119	253	457
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	20	27	49	119	253	458
营业利润	0	5	17	21	35	60	普通股股东权益	9	16	62	76	99	145
营业利润率	0.1%	6.3%	12.5%	12.1%	11.1%	10.8%	少数股东权益	0	1	1	1	1	1
营业外收支	2	1	1	1	1	1	负债股东权益合计	29	44	112	196	354	604
税前利润	2	6	17	22	36	61	比率分析						
利润率	3.0%	7.8%	12.9%	12.7%	11.4%	11.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-1	-1	-3	-4	-6	-11	每股指标						
所得税率	29.7%	16.4%	18.1%	18.0%	18.0%	18.0%	每股收益	0.277	0.410	0.424	0.553	0.878	1.493
净利润	1	5	14	18	29	50	每股净资产	1.708	1.552	1.851	2.274	2.982	4.345
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.530	-0.224	-0.938	-1.264	-2.474	-3.632
归属于母公司的净利润	1	4	14	18	29	50	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	2.4%	5.9%	10.5%	10.4%	9.3%	9.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	16.20%	26.43%	22.90%	24.32%	29.43%	34.36%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	4.82%	9.66%	12.65%	9.42%	8.26%	8.23%
净利润	1	5	14	18	29	50	投入资本收益率	4.05%	18.16%	18.72%	12.75%	12.17%	12.77%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1	1	2	0	0	0	主营业务收入增长率	57.73%	25.89%	86.78%	32.11%	77.21%	75.55%
非经营收益	0	0	3	2	8	17	EBIT 增长率	414.64%	679.00%	245.69%	28.43%	76.22%	77.84%
营运资金变动	-4	-8	-50	-62	-120	-187	净利润增长率	#####	206.70%	232.51%	30.50%	58.68%	70.07%
经营活动现金净流	-3	-2	-31	-42	-82	-121	总资产增长率	56.61%	53.17%	153.85%	75.29%	80.80%	70.75%
资本开支	0	0	0	-12	-8	-9	资产管理能力						
投资	-5	0	-4	-1	0	0	应收账款周转天数	85.6	130.4	143.3	280.0	300.0	300.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	16.4	16.9	4.6	10.0	12.0	15.0
投资活动现金净流	-6	-1	-4	-13	-9	-9	应付账款周转天数	36.4	64.5	50.3	45.0	40.0	40.0
股权募资	1	3	32	0	-1	0	固定资产周转天数	1.5	2.1	0.6	0.4	0.2	0.1
债权募资	2	5	13	60	110	157	偿债能力						
其他	0	0	-1	-3	-13	-22	净负债/股东权益	36.70%	19.78%	12.73%	86.14%	170.64%	221.84%
筹资活动现金净流	3	8	43	57	95	135	EBIT 利息保障倍数	4.0	12.8	23.9	8.0	5.0	4.5
现金净流量	-6	5	8	2	5	5	资产负债率	69.66%	61.49%	43.93%	60.81%	71.66%	75.89%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD