

领军光伏投运，集团支柱构建“组件+电站”反馈机制

首次覆盖报告

◆ 专注光伏投运发展，业务增长潜力旺盛：

公司精准定位光伏电站投资运营商，是A股第一家以光伏电站投资运营为主业的上市公司，也是全国最大的光伏投运商之一。公司已锁定优质项目21GW，并预计以每年超过800MW的速度进行建设工作；公司现有累计装机规模3.6GW，其中29.8%集中于中西部高弃光率地区，能充分享受弃光限电改善政策；公司还与先锋软件、北斗科工等企业签订合作协议，积极开拓新型市场。总体来看，围绕电站投运商的定位，公司业绩将在潜在装机规模、政策获益程度和新型市场开发三项优势上快速增长。

◆ 把握集团竞争优势，协同争取资源资金：

公司控股股东中国节能环保集团（以下简称“中节能”、“集团”）是国务院国资委监管下唯一定位节能环保市场的中央企业。公司作为集团太阳能业务唯一平台，业务水平长期保持集团内部前二，保持集团支柱产业地位，并能有效协同集团及集团内部其余6家上市公司争取地方资源和银行资金，形成强力有效的竞争优势。

◆ 主张“市场反馈”商业模式，“组件+电站”效果可期：

公司同时发展电站运营和组件电池生产业务，在市场发展过程中逐渐形成了电站投运为主，组件产销为辅的商业模式，通过保持组件外销与市场接轨，形成技术和价格反馈机制，再采用反馈信息明确电站投资运营的技术指标和采购成本，最后利用电站与组件市场的合力推动新型市场的发展，从而形成以市场为导向、信息为纽带、产品服务快速升级的高效架构。

◆ 看好公司未来稳定增长，首次覆盖给予“推荐”评级：

我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.30、0.38和0.44元。当前股价对应17-19年分别为21、15和12倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

◆ 风险提示：电价补贴未能及时到位，新项目开发不及预期

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3630	4,333	5,160	5,777	6,391
增长率(%)	-23.6	19.4	19.1	12.0	10.6
净利润(百万元)	472.8	653	857	1,149	1,422
增长率(%)	12081.7	38.2	31.2	34.0	23.8
毛利率(%)	34.4	32.9	33.9	37.3	40.1
净利率(%)	13.0	15.1	16.6	19.9	22.2
ROE(%)	7.9	5.9	7.1	8.7	9.9
EPS(摊薄/元)	0.16	0.22	0.28	0.38	0.47
P/E(倍)	38.23	27.7	21.1	15.7	12.7
P/B(倍)	3.00	1.6	1.5	1.4	1.2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

推荐（首次评级）

分析师

开文明 (执业证书编号：S0280517100002)

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

联系人

欧百翔

oubaixiang@xsdzq.cn

市场数据

时间 2017.12.26

收盘价(元)：	5.95
总股本(亿股)：	30.07
总市值(亿元)：	178.92
近3月换手率：	83.9%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.55	-7.8	-25.69
绝对	-10.07	-1.94	-3.51

相关研报

目 录

1、 专注光伏投运发展，业务增长潜力旺盛.....	3
1.1、 坚定定位集中式光伏电站投资运营商.....	3
1.2、 公司经营基础牢固，业绩增速稳定.....	3
1.3、 项目储备充裕，年增装机稳步提升.....	3
1.4、 弃光限电政策适时到位，中西部市场盈利预期提升.....	4
1.5、 试水新型市场，业务板块多元化.....	6
2、 把握集团竞争优势，协同争取资源资金.....	6
2.1、 借力集团领先产业，整合集团业务赢取地方资源.....	6
2.2、 集团增信，行业增值，银行融资低利率.....	7
3、 主张“市场反馈”商业模式，“组件+电站”效果可期.....	7
4、 看好公司未来稳定增长，首次覆盖给予“推荐”评级：.....	8
附：财务预测摘要.....	9
图表目录.....	10

1、专注光伏投运发展，业务增长潜力旺盛

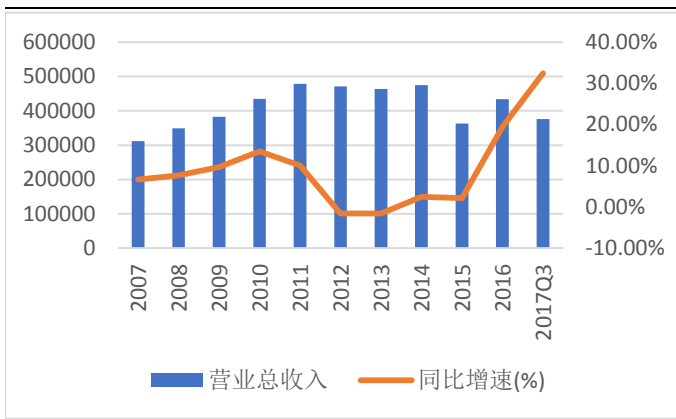
1.1、坚定定位集中式光伏电站投资运营商

自2009年3月集团成立太阳能事业部起到2015年12月借壳桐君阁完成上市，再到近年加速发展电站自建及收购，集团和公司股东一直将集中式光伏电站的投资运营业务定为公司的主营业务和发展方向。2015年底公司凭借该定位概念成功上市，成为国内首家主营光伏电站投运的上市公司，充分显示了集团和股东对于产业定位的坚定态度以及市场对于公司填补太阳能电站运营商定位缺失的认可。与此同时，除部分集团下派员工协助行政和对接工作外，公司主要管理层没有出现明显的人才流失，这保障了公司未来继续履行电站投运商定位的执行力和凝聚力。

1.2、公司经营基础牢固，业绩增速稳定

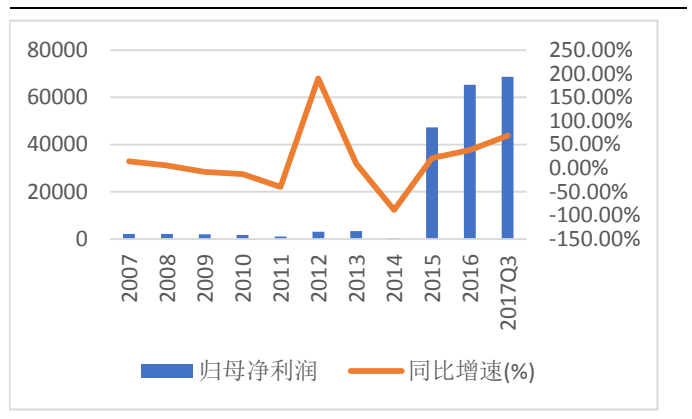
公司经营业绩持续保持稳步增长，运营基础牢固可靠。2017年年中，公司总资产达到314.95亿元，上半年实现营业收入23.1亿元，同比增长8.31%；归属于上市公司股东的净利润约3.93亿元，同比增长78.33%；电站板块上网电量14.49亿KWh，较2016年同期增长5.89亿KWh，增幅68.49%；电力销售收入达到12.26亿元，同期增长65.0%；太阳能产品板块实现光伏电池组件销售392.37MW，较2016年同期增长29.37MW，增长率8.09%；组件产销营收约10.72亿元，同期下降22.49%。尽管由于组件原材料价格维持在高位导致组件产销营收下降，但得益于光伏电站运营业务的良好发展，公司整体营收仍保持稳步增长，公司经营基础牢固可靠，足以满足业务拓展的经济支撑需求。

图表1：公司十年内的营收变化情况（万元）



资料来源：wind 新时代证券研究所

图表2：公司近十年的归母净利润变化情况（万元）



资料来源：wind 新时代证券研究所

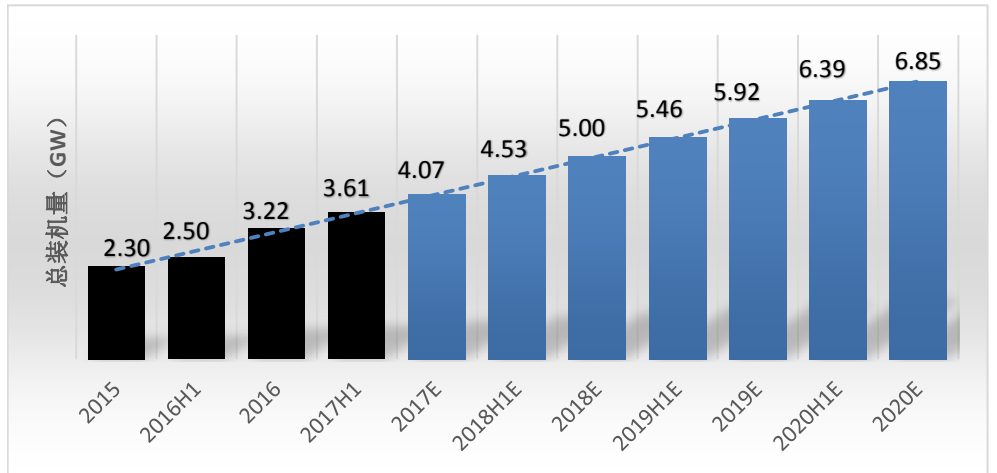
1.3、项目储备充裕，年增装机稳步提升

公司积极加强和地方政府以及合作厂商的沟通协作，截至2017年半年报告期，在全国范围内撒网布局，在光资源较好、上网硬件良好、政策日趋有利的地区累计锁定了超过21GW的优质太阳能光伏发电项目的装机规模，项目储备丰富，为公司后续新增项目提供了保证。

公司的新增装机也在逐年稳步提升。2015年公司电站总装机量规模为2.3GW，2016年公司总装机量超过3.2GW，2017年年中超过3.6GW。一次线性回归后（图表1）可知2018-2020年年均新增装机量约为925MW，高于公司提出的每年新增装机800MW的预测值。因此可以判明，在2018到2020年间，公司有完成超过800MW的年均新增装机量。

充足的项目储备量和稳定的年增装机量为公司领军光伏电站投运市场奠定了坚实的基础，保证了公司规划的基本收益，一方面夯实了公司定位光伏电站运营商的业务基础，另一方面也为公司试水新型市场、面对政策波动免去了后顾之忧。

图表3： 公司年度累计装机量预测（2018-2020）



资料来源：wind 新时代证券研究所

1.4、弃光限电政策适时到位，中西部市场盈利预期提升

国家能源局于近期放出 2017 年前三季度光伏发电弃光率变化统计数据，统计显示，中西部地区弃光限电风险仍然较高，其中尤其以新疆（弃光率 21.9%）、甘肃（20.9%）、陕西（6.8%）和青海（5.5%）弃光限电现象突出，公司西部三大区的主要业务也在这四省内开展。

图表4： 全国各地区弃光率的改善情况

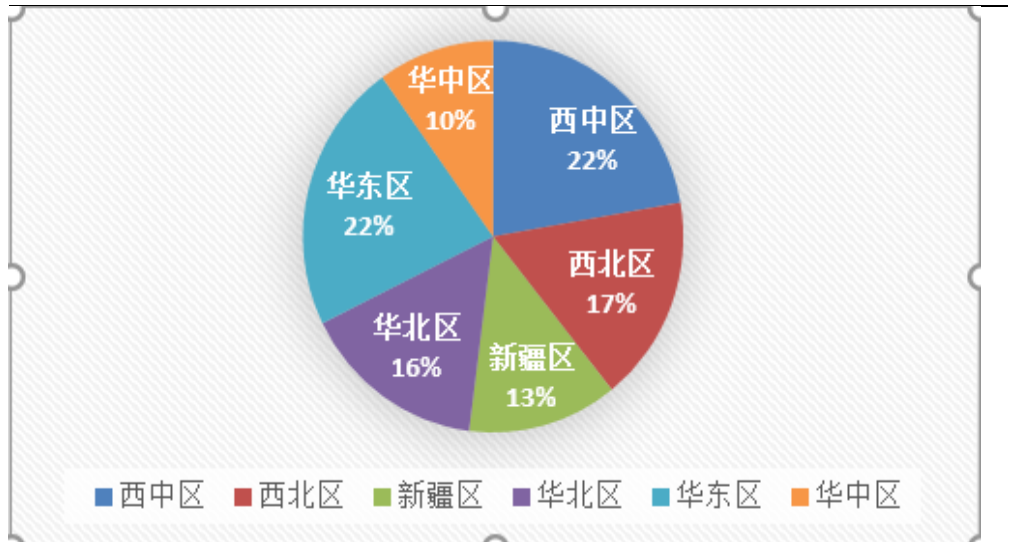
公司大区	省份	弃光率 (%)	弃光率升降 (百分比)	限电风险
西中区	宁夏	4.2	-2.8	-
	陕西	6.8	+0.3	高
	内蒙古	3.4	-2.5	-
西北区	甘肃	20.9	-9.2	高
	青海	5.5	-2.8	-
	西藏	-	-	-
	四川	-	-	-
新疆区	新疆	21.9	-7.9	高
华北区	山东	0.7	+0.7	-
	河北	1.3	+0.8	-
	河南	-	-	-
	山西	0.4	+0.4	-
华东区	吉林	-	-	-
	江苏	-	-	-
	浙江	-	-	-
	安徽	-	-	-
华中	上海	-	-	-
	湖北	-	-	-
	江西	-	-	-

资料来源：国家能源局 新时代证券研究所

国家发改委出台文件解决弃光限电问题。为进一步解决部分地区弃光限电问题，国家发改委、国家能源局于 2017 年 11 月正式印发《解决弃水弃风弃光问题实施方案》。方案总体目标要求甘肃、新疆弃光率降至 20%左右，陕西、青海弃光率力争控制在 10%以内。其它地区风电和光伏发电年利用小时数应达到国家能源局 2016 年下达的本地区最低保障收购年利用小时数（或弃光率低于 5%），并要求各省市制定年度工作目标以确保弃光限电问题逐年改善，直至 2020 年全国范围内可有效解决弃光问题。

公司主要业务覆盖西部弃光限电区域。公司将全国光伏电站和 80 多家下属电站公司分类到六个大区进行管理，分别是西中区（宁夏、陕西、内蒙古）、西北区（甘肃、青海、西藏、四川）、新疆区、华北区（山东、河北、河南、山西、吉林）、华东区（江苏、浙江、安徽以及上海市周边）以及华中区（湖北、江西）。截至 2017 年 6 月底，上文所述西部三大区，即西中、西北、新疆三区的装机规模达到 1877.2MW，占公司总装机量的 52.02%。可见公司的存量项目仍以西部为主。

图表5： 各分区光伏发电装机规模占比



资料来源：wind 公司公告 新时代证券研究所

东部市场日趋饱和，西部市场重启可待。公司近年的发展重心虽向东转移，但随着东部集中式供电项目额度总体下降，公司势必需要考虑重返西部市场谋求发展。据公司年报披露，2016 年起建成运营的分布式项目包括山东省平原 6.83MW 分布式项目、山东省晋德 6.83MW 分布式项目以及上海广电电气 5MW 分布式屋顶光伏发电项目，其仅占总装机量的 0.5%，因此仅将公司的集中式电站业务与全国光伏电站业务统计数据作对比将直观地反映公司主营业务逐年发展速度以及在全国光伏电站市场中的占有率。如图表 4 所示，近两年来，东部三大区的装机量约增长 782MW，增长率接近 85%；西部三大区的装机量增长约 506MW，增长率为 36.9%，可以想见在 2015 年到 2017 年上半年，公司的发展重心已经往东部倾斜。但从市场占有率的角度来看，公司在东部三大区的市场占有率的下降幅度远高于西部三大区，一方面是因为东部地区的电力消纳能力和电价水平对于市场更具吸引力，短期内西部地区的弃光限电劣势也造成厂商流失，进一步促进了东部市场人满为患的现状，公司难以迅速跟进东部市场整体装机量的提升；另一方面则是由于公司早期深耕西部市场大量上马建设项目，这些存量在西部市场增速放缓的当下维持住了公司基本的市场占有率。

图表6： 2015至2017年第二季度装机规模累计占有率

单位:万千瓦	西中区	西北区	新疆区	华北区	华东区	华中区
2017H1 (全国)	1741	1621	905	1698	1247	459
2017H1 (公司)	80.2	61.5	46.0	54.9	80.3	35.7
2017H1 占有率	4.61%	3.79%	5.08%	3.23%	6.44%	7.78%
2016 (全国)	1464	1485	862	1323	773	338
2016 (公司)	63.7	61.5	46.0	54.9	57.4	35.7
2016 占有率	4.35%	4.14%	5.34%	4.15%	7.43%	10.56%
2015 (全国)	889	1220	562	432	437	60
2015 (公司)	46.5	46.6	44.0	40.4	28.1	24.2
2015 占有率	5.23%	3.82%	7.83%	9.35%	6.43%	40.33%

资料来源：国家能源局 新时代证券研究所

政策与市场红利惠及西部，公司西部业务将迎提升。伴随国家弃光电改善政策的逐步落实，公司西部主要项目将首先享受政策红利获得业绩提升。与此同时，由于东部市场集中式电站额度逐年压缩，现有电站运营厂商将被迫开发西部市场，势必将激活西部地区项目开发热度，并通过地方投资间接提升地区电力消纳能力，逐步优化西部市场的产销环境。公司将借力市场发展方向的转移，结合公司早期深耕西部地区市场的经验和通道优势，进一步占有市场份额以确立公司集中式电站运营商龙头的发展地位。

1.5、试水新型市场，业务板块多元化

创新电站模式持续上马。公司近年来持续探索电站新型市场的业务机会，投资了包括武汉高铁站 2.2MW 屋顶光伏电站、宁夏石嘴山 10MW 地面光伏电站、江苏射阳 20MW 滩涂光伏电站、东台 60MW 滩涂光伏电站、上海虹桥高铁站 6.68MW 屋顶光伏电站等里程碑式的项目，丰富了公司在分布式光伏项目建设上的经验。同时古浪 100MW 槽式热发电项目的立项启动也象征着公司正式进入光热发电市场，跻身光热大市场的博弈中。

开拓军民合作业务市场不遗余力。2017年8月，公司联合北斗科工（北京）科技有限公司及先锋软件股份有限公司签署《战略合作协议》，拟打开军工单位的分布式光伏电站项目、光伏发电为独立岛屿通讯系统或海洋漂浮式通讯系统供电等崭新市场，并追随北斗技术的海外发展路线，积极布局“一带一路”地区的推广工作。

积极涉足能源交易业务拓展。2016年5月，公司与先锋软件股份有限公司合资成立中节能先锋能源互联网（江西）技术有限公司，并于近期联合华为共同研发能源互联网业务，以最终获取售电牌照、构建能源交易服务平台为长期战略目标，提前布局电力交易市场，覆盖衍生产品以满足公司未来发展的潜在需求。

2、把握集团竞争优势，协同争取资源资金

2.1、借力集团领先产业，整合集团业务赢取地方资源

作为中节能集团内部唯一的太阳能光伏平台，公司大力发展集中式光伏电站市

场，近年来，公司的业务营收已保持在集团内部的前列，与中国新时代控股集团有限公司一并成为集团主要的领先产业。公司借力集团领先产业的地位，配合集团统一安排，将节能减排与新能源项目打包后与地方政府进行协商沟通，以复合业务联合办理的经济效益优势以及节能环保项目对于改善地方环境问题和生产结构的刚性需求，配合集团增信，接连在全国范围多个省市成功签订项目意向。同时公司也积极参与集团内部包括节能风电（601016.SH）、万润股份（002643.SZ）、中环装备（300140.SZ）、百宏实业（02299.HK）、中国地能（08128.HK）和海东青（02228.HK）等其余6家上市公司的协调工作，形成了集团和二级子公司两个层面的内部合作模式。以集团支柱产业的姿态带动集团新能源行业发展，借助集团中央企业的可靠信用和严格管控体系、兄弟单位的复合产业密度以及体制内上市公司的合作互利，公司逐渐确立了集团整合管理、相关产业全覆盖、上市公司公信保障的有效竞争力。

2.2、集团增信，行业增值，银行融资低利率

凭借光伏发电行业的长期稳定可靠，配合集团的强大增信，公司在与金融机构，尤其是银行进行沟通交涉时得以以基准利率大量使用保证、质押等方式，有效控制了财务成本。2016年底，公司长期借款为104.7亿，其中保证借款约为61.5亿元，占比达54%，由集团和公司为下属子公司提供连带担保责任；质押贷款约为45.3亿元，占比达到40%，以下属子公司的电费收费权作为质押物。

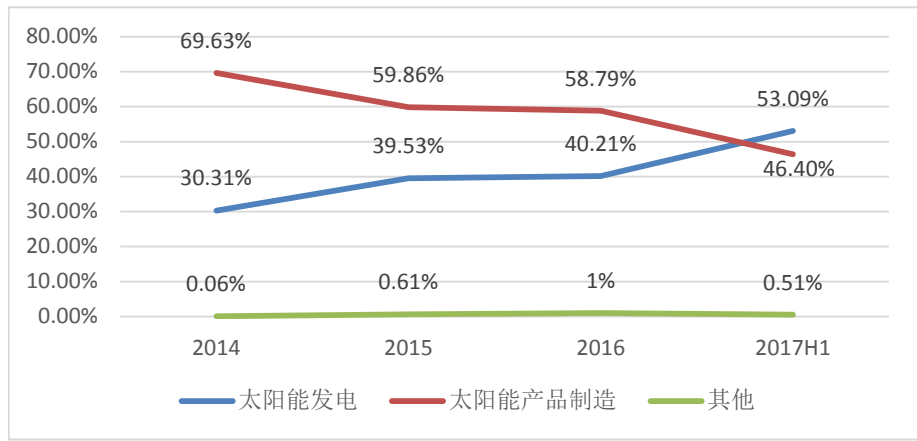
3、主张“市场反馈”商业模式，“组件+电站”效果可期

公司建设初期同时发展电站运营和组件电池生产销售业务，在集团和管理层明确将公司定位为光伏电站投资运营商后，伴随光伏电站业务营收业绩的逐步攀升，组件产销业务逐步转型成为深入组件市场的技术与成本的测试平台，通过全面外销组件产品，在保证一定业绩的同时，主动收集获取市面先进组件产品的技术指标和市场价格，并将所获信息及时反馈回公司，将其充分应用到对EPC总承包商及电站项目的要求和监管上，适时保障了电站项目的技术领先和成本最小。

组件产品制造成本负担过重，转型副业成为趋势。从下表可以看出，太阳能产品制造的营收有很大一部分会被原材料费用抵消，材料成本在2015年占组件制造业务营收的73.22%，到2016年底，这一比例更提升至78.10%，近期伴随晶硅原材料价格的坚挺走势，组件营收受到的成本拖累将愈发严重。相比之下，光伏电站的成本占营收比重则低很多，主要的折旧费用在2015到2016年间也仅占比31.87%和32.67%。因此，镇江子公司负责的组件产销业务发展正值转型之际。

两大板块营收比例反转，“市场反馈”商业模式基本定型。据公司年报披露的情况来看，太阳能产品制造业务作为公司早期的主力营收项目，其营收占比从2014年的69.63%逐步下降到2017年上半年的46.4%，与此同时，太阳能发电业务蒸蒸日上，从30.31%攀升至2017年6月底的53.09%，成功于今年年中实现主营业务成为主要营收业务的工作，至此，围绕光伏投资运营商定位，实现市场反馈机制的商业模式基本成型。

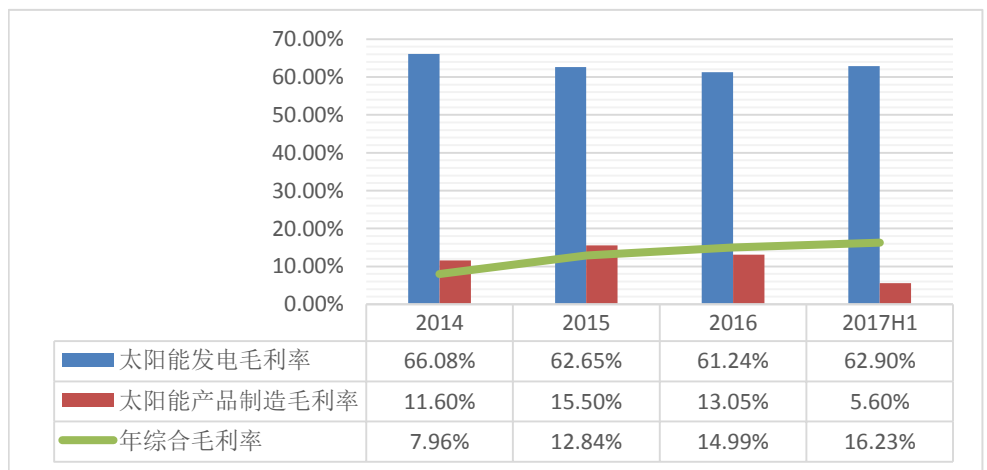
图表7： 公司各业务板块营收占比（2014-2017H1）



资料来源：公司年报 新时代证券研究所

主电站、辅组件模式有效发挥光伏电站高毛利率的盈利优势。公司的太阳能发电项目作为主营业务，其毛利率长期维持在 60% 以上，相较于公司组件产销业务具有更强的盈利优势。随着公司逐步明确投运电站为主、组件产销为辅的商业模式，公司年度综合毛利率从 2014 年的 7.96% 稳步增长至 2017 年年中的 16.23%，并将随着装机量的逐年提升而有所提升，未来进一步的业绩增长可期。

图表8： 公司主营业务毛利率及整体综合毛利率汇总（2014-2017H1）



资料来源：wind 新时代证券研究所

4、看好公司未来稳定增长，首次覆盖给予“推荐”评级：

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.30、0.38 和 0.44 元。当前股价对应 17-19 年分别为 21、15 和 12 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	5136	8006	8324	9300	9772	营业收入	3630	4333	5160	5777	6391
现金	1865	1572	1603	1795	1986	营业成本	2380	2909	3412	3624	3829
应收账款	2846	3864	4125	4819	5076	营业税金及附加	17	41	36	40	45
其他应收款	52	151	91	180	119	营业费用	39	38	52	52	58
预付账款	42	124	74	148	97	管理费用	188	168	52	58	64
存货	125	243	189	270	215	财务费用	512	525	730	798	886
其他流动资产	206	2053	2243	2089	2279	资产减值损失	28	2	2	3	3
非流动资产	17601	21762	22618	23141	23758	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	18	31	31	31	31
固定资产	12815	17367	18201	18773	19435	营业利润	484	680	908	1233	1537
无形资产	389	398	439	478	527	营业外收入	46	50	50	50	50
其他非流动资产	4397	3997	3977	3890	3797	营业外支出	3	2	2	2	2
资产总计	22737	29768	30942	32441	33530	利润总额	527	729	956	1281	1586
流动负债	5705	5877	7893	10375	12155	所得税	34	50	66	88	109
短期借款	1280	700	982	3589	4653	净利润	493	679	890	1193	1477
应付账款	2439	2760	3336	3140	3703	少数股东损益	20	25	33	45	55
其他流动负债	1986	2416	3575	3645	3799	归属母公司净利润	473	653	857	1149	1422
非流动负债	10814	12371	10435	8416	6404	EBITDA	1661	2075	2317	2764	3212
长期借款	8756	10472	8536	6517	4505	EPS (元)	0.16	0.22	0.28	0.38	0.47
其他非流动负债	2058	1899	1899	1899	1899						
负债合计	16519	18247	18328	18791	18559						
少数股东权益	197	224	258	302	357	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
股本	1001	1367	3007	3007	3007	成长能力					
资本公积	3749	8063	6696	6696	6696	营业收入(%)	(23.6)	19.4	19.1	12.0	10.6
留存收益	1276	1929	2723	3786	5102	营业利润(%)	10932.9	40.6	33.4	35.8	24.7
归属母公司股东权益	6022	11297	12356	13348	14613	归属于母公司净利润(%)	12081.7	38.2	31.2	34.0	23.8
负债和股东权益	22737	29768	30942	32441	33530	获利能力					
						毛利率(%)	34.4	32.9	33.9	37.3	40.1
						净利率(%)	13.0	15.1	16.6	19.9	22.2
						ROE(%)	7.9	5.9	7.1	8.7	9.9
						ROIC(%)	5.5	5.2	4.6	5.5	6.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	72.7	61.3	59.2	57.9	55.4
						净负债比率(%)	145.9	92.8	79.7	76.7	62.6
						流动比率	0.9	1.4	1.1	0.9	0.8
						速动比率	0.9	1.3	1.0	0.9	0.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
						应收账款周转率	2.1	1.3	1.3	1.3	1.3
						应付账款周转率	1.6	1.1	1.1	1.1	1.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.16	0.22	0.28	0.38	0.47
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	-0.26	1.01	0.72	1.32
						每股净资产(最新摊薄)	2.00	3.76	4.11	4.44	4.86
						估值比率					
						P/E	38.23	27.67	21.09	15.74	12.71
						P/B	3.00	1.60	1.46	1.35	1.24
						EV/EBITDA	17.69	14.9	13.1	11.1	9.2

现金流量表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	757	1359	3043	2170	3982
净利润	493	679	890	1193	1477
折旧摊销	535	660	1044	1147	1252
财务费用	512	525	730	798	886
投资损失	-18	-31	-31	-31	-31
营运资金变动	-807	-510	410	-938	397
其他经营现金流	42	36	0	0	0
投资活动现金流	-2971	-6191	-1869	-1640	-1838
资本支出	3322	4063	856	524	617
长期投资	124	-1991	0	0	0
其他投资现金流	475	-4119	-1014	-1117	-1221
筹资活动现金流	2443	4454	-1426	-2945	-3016
短期借款	859	-580	0	0	0
长期借款	8729	1716	-1935	-2019	(2012)
普通股增加	726	366	1640	0	0
资本公积增加	3714	4314	-1367	0	0
其他筹资现金流	-11586	-1362	236	-926	-1005
现金净增加额	230	-378	-251	-2415	-873

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表目录

图表 1: 公司十年内的营收变化情况 (万元)	3
图表 2: 公司近十年的归母净利润变化情况 (万元)	3
图表 3: 公司年度累计装机量预测 (2018-2020)	4
图表 4: 全国各地弃光率的改善情况.....	4
图表 5: 各分区光伏发电装机规模占比.....	5
图表 6: 2015 至 2017 年第二季度装机规模累计占有率	6
图表 7: 公司各业务板块营收占比 (2014-2017H1)	7
图表 8: 公司主营业务毛利率及整体综合毛利率汇总 (2014-2017H1)	8

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕阳 销售总监 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>