

储能领导者，全封闭产业链已经成型

——南都电源首次覆盖报告

首次覆盖报告

◆ 储能领导者，全封闭产业链已经成型：

公司已形成“原材料—产品应用—运营服务—资源再生—原材料”的全封闭产业链，并成为储能及铅资源再生等多个领域的领导者。公司发布公告，预计2017年归母净利润同比增长10%-40%，较三季报的业绩指引有一定的下滑，但是公司全年净利润稳定增长无忧。我们也看好公司各项业务未来的发展。

◆ 储能空间巨大，“投资+运营”模式稳步前行：

根据《可再生能源“十三五”规划》的目标，到2020年，光伏发电将达到105GW，风电达到210GW。按照目前配路来看，我们预计储能比例应该在10%左右，由此推算我国仅风光电站配套储能的市场空间就有30GW以上；加上更大规模的用户侧及调频市场，储能市场规模有望超过60GW。目前公司储能电站签约总规模超2000MWh，并计划在2018年滚动开发2-3GW。可以看到公司充分利用自身优势布局铅酸/铅炭电池和电站集成业务，同时在近几年通过收购华铂科技和创建产业基金，已经完成了公司“材料+产品+运营+回收+产业基金”的闭环储能产业布局。

◆ 铅回收明确扩产，未来大有可为：

2017年公司收回华铂49%少数股权，并明确扩产从30万吨提升到70万吨，处理量达到100万吨，处于国际领先水平。国再生铅产能开始呈现出增长趋势，但回收再生率依然严重偏低，再生铅产量在铅总量中的占比不足40%，远远低于美国90%以上再生使用率。行业格局正在发生变化，集中度会进一步提高。公司将华铂科技为主要平台进一步打造锂电回收、铅蓄电池回收、其他有色金属回收的综合利用平台，打通动力、储能、通信及资源回收产业链，推动产业可持续发展。

◆ 首次覆盖，给予“推荐”评级：

我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.46、0.62和0.81元。当前股价对应17-19年分别为31、23和18倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

◆ 风险提示：新能源汽车行业发展不及预期，公司业务拓展不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5153	7,141	9,197	12,171	15,609
增长率(%)	36.1	38.6	28.8	32.3	28.2
净利润(百万元)	203.3	329	401	541	708
增长率(%)	92.5	62.0	21.7	35.0	30.9
毛利率(%)	15.1	17.6	14.0	15.5	15.8
净利率(%)	3.9	4.6	4.4	4.4	4.5
ROE(%)	8.3	7.5	8.3	10.3	12.0
EPS(摊薄/元)	0.23	0.38	0.46	0.62	0.81
P/E(倍)	62.43	38.5	31.7	23.5	17.9
P/B(倍)	4.17	2.2	2.0	1.9	1.7

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

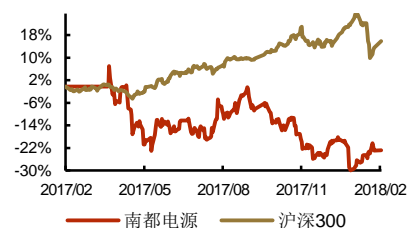
李远山
010-83561326
liyuanshan@xsdzq.cn

市场数据

时间 2018.02.22

收盘价(元)：	15.4
总股本(亿股)：	8.74
总市值(亿元)：	134.52
近3月换手率：	70.25%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.82	-9.77	-38.15
绝对	-4.29	-13.0	-22.69

相关研报

目 录

1、 储能领导者，全封闭产业链已经成型：	3
1.1、 公司简介	3
1.2、 国内储能行业领导者	3
1.3、 公司主营业务情况.....	3
2、 储能空间巨大，“投资+运营”模式稳步前行.....	5
2.1、 我国储能电站市场空间有潜力，补贴政策或加速落地.....	5
2.2、 “投资+运营”储能电站业务稳步推进	6
3、 铅回收明确扩产，未来大有可为：	7
3.1、 华柏是公司的重要战略布局	7
3.2、 再生铅市场格局正在变化，行业集中度会进一步提高.....	8
3.3、 “南都+华柏”即为双赢	8
4、 首次覆盖、给予“推荐”评级：	9
附：财务预测摘要.....	10
图表目录	11

1、 储能领导者，全封闭产业链已经成型：

1.1、 公司简介

公司面向通信信息、新能源动力、新能源储能及节能环保领域，提供以先进阀控密封电池、锂离子电池、燃料电池为核心的系统化产品、解决方案及运营服务，主营业务包含通信、动力、储能全系列产品和系统的研发、制造、销售、服务及环保型资源再生，已形成“原材料—产品应用—运营服务—资源再生—原材料”的全封闭产业链，并成为储能及铅资源再生等多个领域的领导者。

公司基于行业领先的铅炭电池储能系统技术，突破产品销售的传统经营模式，近两年开始以“投资+运营”方式进行商用储能电站的推广，占领全球储能产业制高点。凭借行业领先的技术能力，公司不断强化面向用户提供系统解决方案的综合能力，创新商业模式，积极推进企业战略转型升级，逐步实现从传统的产品销售向提供系统解决方案、再到提供运营服务的经营模式转型。

1.2、 国内储能行业领导者

1) 核心技术不断进步，推动公司转型升级：近年来，公司技术成果产出及转化等呈现加速趋势，在高温型节能电池、铅炭电池、锂离子电池、分布式微网储能系统、电池材料等核心技术方面形成了显著的技术优势，其中铅炭电池技术获得国际先进电池研究机构及用户的高度认可，在储能领域具备较强竞争力。公司基于领先的核心产品与技术，不断提升系统集成能力及能源管理软件开发能力，为各应用领域提供全面的解决方案，持续为客户创造价值，未来有望与客户结成更为紧密的战略合作，促进公司战略转型，提升可持续发展能力。

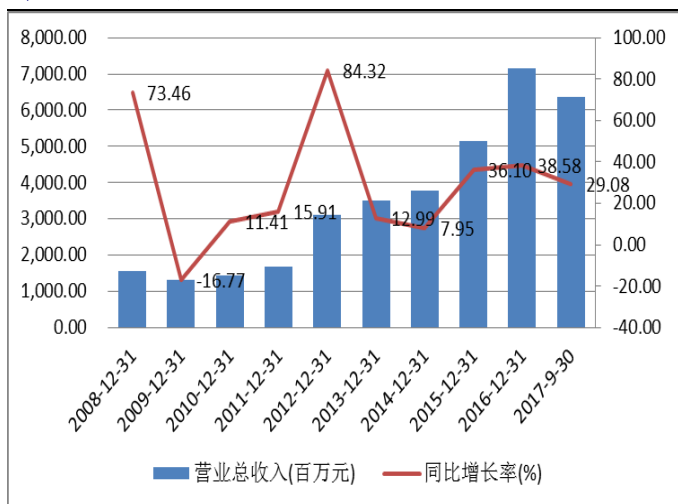
2) 实现应用领域的生态循环：公司目前四大产业均已具备一定规模，产业布局合理，涵盖通信、动力、储能、再生铅四大产业，构筑起循环经济的发展模式。公司是国内新能源电池行业龙头企业之一，阀控密封电池是公司的主要产品之一，其主要原材料为铅及铅合金，年需求量较大。随着公司未来储能市场的拓展及武汉南都新能源科技有限公司年产 1000 万 KVAh 新能源电池项目的投产，对铅的需求会不断增加，同时随着公司在提供系统解决方案和运营服务领域的发展，废旧电池的回收量也将逐年增加，通过公司已有的再生铅产业链整合，将进一步降低生产成本、创造新的利润增长点、提升可持续发展能力。

3) 储能领域品牌影响力迅速提升，开辟“储能+”新应用模式：公司储能产品及系统集成技术和方案在行业内已得到高度关注和认可。报告期内，随着公司技术研发的不断深入和突破，储能度电成本持续下降，公司储能方案的经济性、可靠性获得客户高度认可，公司创新的储能系统“投资+运营”商用模式实现迅速推广和落地，2016 年签约量达到近期 1000MWh，在国内布局卡位优势明显。

1.3、 公司主营业务情况

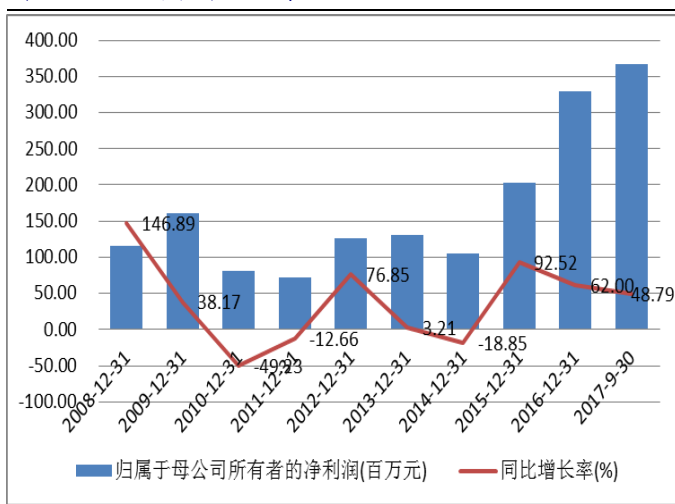
2016 年度，公司经营业绩取得稳健增长，实现营业总收入 714,142.17 万元，同比增长 38.58%；实现归属于上市公司股东的净利润为 32,934.34 万元，同比增长 62.00%。十年以来，公司营业收入由 2007 年的 1567 百万元，增长到 2017 年 Q3 的 6354 百万元，归母净利润由最低的 116.37 百万元，增长到 366.52 百万元，十年完成了近 4 倍的飞跃，我们认为公司未来规划蓝图清晰、未来市场空间巨大，有望在近几年继续保持高速增长，成为新能源行业全球龙头企业。

图表1: 公司营业收入数据



资料来源: wind、新时代证券研究所

图表2: 归属于母公司净利润数据

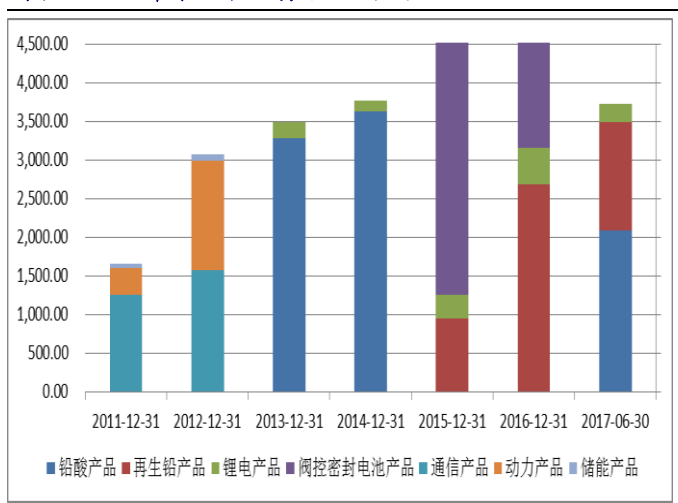


资料来源: wind、新时代证券研究所

2017年上半年,公司实现营业总收入371,924.13万元,同比增长26.26%;利润总额为24,097.18万元,同比增长13.31%;实现归属于上市公司股东的净利润为15,594.02万元,同比增长1.35%。

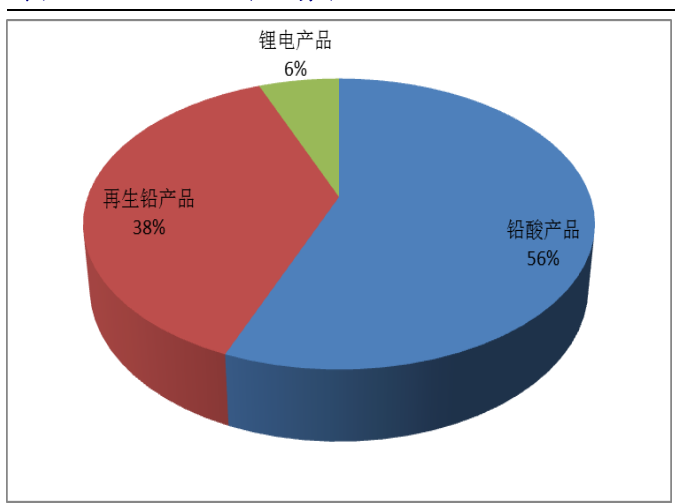
2017H1公司营业收入及经营业绩同比变动的主要原因如下:(1)公司后备电源业务实现收入128,746.37万元,同比增长6.76%,其中通信锂电销售收入21,346.10万元,同比增长300.28%;通信铅酸电池销售收入107,400.26万元,同比下降6.82%。由于通信锂电价格下降,加上2016年末以来铅价快速上涨导致通信铅酸电池短期毛利率下降,使得后备电源业务利润贡献同比下降。(2)公司储能电源业务实现收入13,337.45万元,同比增长77.77%,其中整体销售储能电站的收入为7,938.46万元。(3)受工信部汽车动力电池公告目录重新申报影响,公司动力锂离子电池业务下降幅度较大,实现收入1,271.20万元;公司控股子公司南都华宇和长兴南都的动力铅酸电池业务本期销售收入比上年同期增长87.90%,毛利率提升2.87个百分点,对公司业绩贡献为-1,327.20万元,比去年同期减少亏损266.01万元。(4)控股子公司华铂科技再生铅业务本期实现净销售收入139,958.97万元,同比增长28.52%;实现利润17,071.73万元,对公司利润贡献为8,706.58万元,同比增长78.84%。

图表3: 近年来主营业务收入构成



资料来源: wind、新时代证券研究所

图表4: 2017H1 主营业务占比



资料来源: wind、新时代证券研究所

2018年1月16日公司发布公告,预计2017年归母净利润同比增长10%-40%,

较三季报的业绩指引有一定的下滑，但是公司全年净利润稳定增长有保障。我们也看好公司各项业务未来的发展。

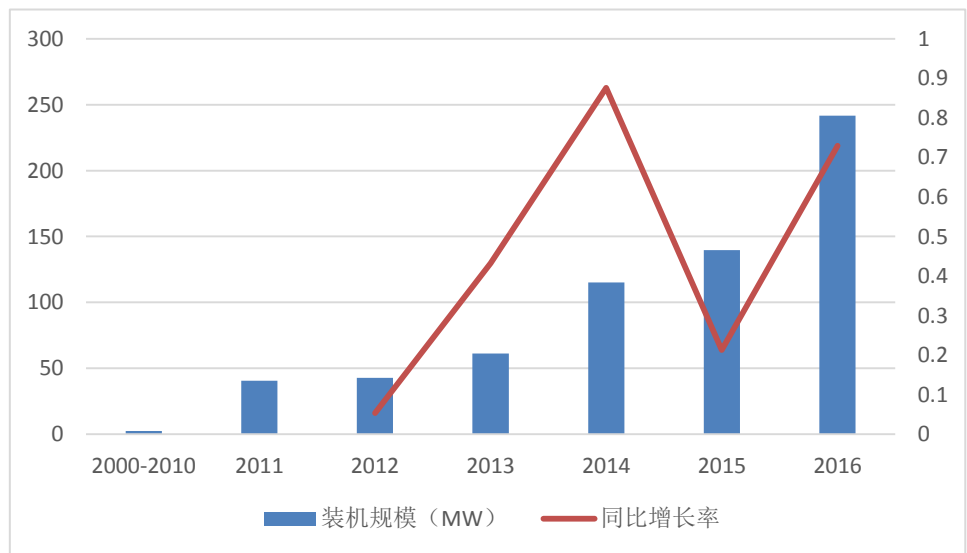
2、 储能空间巨大，“投资+运营”模式稳步前行

2.1、 我国储能电站市场空间有潜力，补贴政策或加速落地

我国的储能市场发展起始于 2000 年，经历了验证、示范、商业化运用等发展阶段。据 CNESA 统计，2000-2016 年我国储能累计装机量为 189.4MW（不包含抽水蓄能和储热），全球占比 11%，年增长率 34%，相较于 15 年的 105.5MW 增长 80%。截至 2016 年底，全球储能的累计装机（不包含抽水蓄能和储热）为 1756.5MW，年增长率为 48%，相较于 2015 年底的 946.8MW 增长 86%。

根据《可再生能源“十三五”规划》的目标，到 2020 年，光伏发电将达到 1.05 亿千瓦（105GW），风电达到 2.1 亿千瓦（210GW）。按照目前配路来看，我们预计储能比例应该在 10%左右，由此推算我国仅风光电站配套储能的市场空间就有 30GW 以上；加上更大规模的用户侧及调频市场，储能市场规模有望超过 60GW。

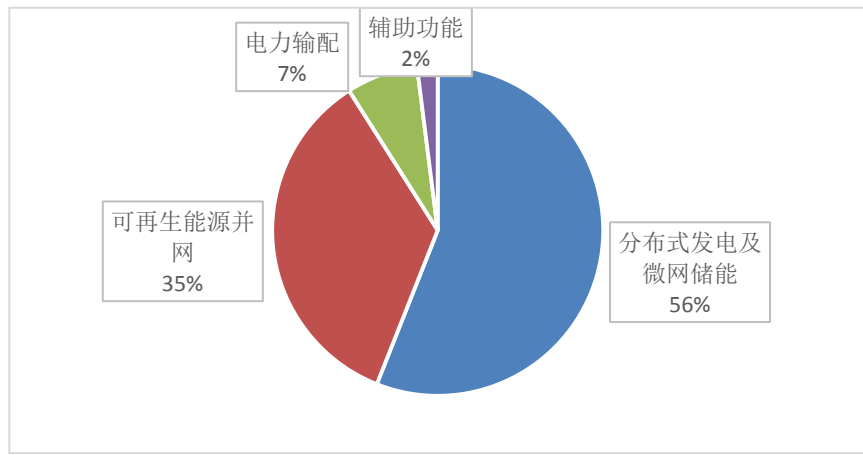
图表5： 我国电化学储能累计装机规模



资料来源：中国储能网、新时代证券研究所

从应用领域来看，截至 2015 年底，应用于分布式发电及微网储能系统累计装机最大，占总装机规模的 56%，其次是可再生能源开发。2016 年新增投运电化学储能项目中，可再生能源开发是应用规模最大的领域，占比 55%。在集中式可再生能源发电领域，储能已经被验证的应用主要包括解决弃风/弃光，跟踪计划出力、平滑输出和参与调峰调频辅助服务。在此领域，储能系统的大容量、大规模建设和应用是重点；此应用场景对储能的成本、寿命、安全性的要求都很高；特别是储能接受电网调度进行调峰调频服务的时候，容量和效果都是至关重要的保障条件。“十二五”期间，储能在发电侧的示范场景集中在单个风电场配备 10%左右的储能系统。当时由于储能的成本较高、安装规模较小，商业价值不明显，也不能直接解决大规模可再生能源的消纳问题；但这些项目非常好地验证了储能的技术和应用效果，积累了运行经验，为未来储能在可再生能源发电侧的大规模应用打下了基础。

图表6： 2015 年底各应用场景储能项目占比



资料来源：中国产业信息网、新时代证券研究所

2018年1月，南方电网监管局发布《南方区域电化学储能电站并网运行管理及辅助服务管理实施细则(试行)》，将电化学储能电站纳入管理，储能电站根据电力调度机构指令进入充电状态的，按其提供充电调峰服务统计，对充电电量进行补偿，具体补偿标准为0.05万元/兆瓦时。相关政策逐步落地，说明储能的市场主体地位及其在能源结构转型中的重要性更加凸显，政策的导向性及可操作性也更加明确，将有利于加快促进储能的市场化发展。

2.2、“投资+运营”储能电站业务稳步推进

2017年公司加速拓展“投资+运营”商用储能系统，新增签约项目21个，截至期末累计签约容量达1,900MWh。公司加快推进签约项目的实施和投运，目前已投运项目容量为120MWh，在建项目容量约300MWh。无锡新加坡工业园区60MWh电力储能电站项目现已全部建成，一期72MWh电站已投运并实现整体销售。该项目是目前为止国内规模最大的商用储能电站项目，对于公司构建能源互联网、发展多能互补增值服务、探索园区级电力交易模式、优化供能结构均具备重要意义。该项目及其他投入运营的江苏艾科、天工国际、蓝景丽家等多个储能电站目前均运行良好并产生预期电费收入，后续在建及待建项目将逐步建成投运

同时，公司积极布局全球储能市场，报告期内与德国两家电池调频储能系统运营商公司签署了一期规模为50WM的一次调频服务储能系统项目，预计2018年底前完成全部项目建设，并在一期项目基础上扩展更大规模的合作。该项目是公司进入欧美主流电力辅助服务市场的标杆性项目，为公司未来在全球储能市场的布局打下坚实基础。

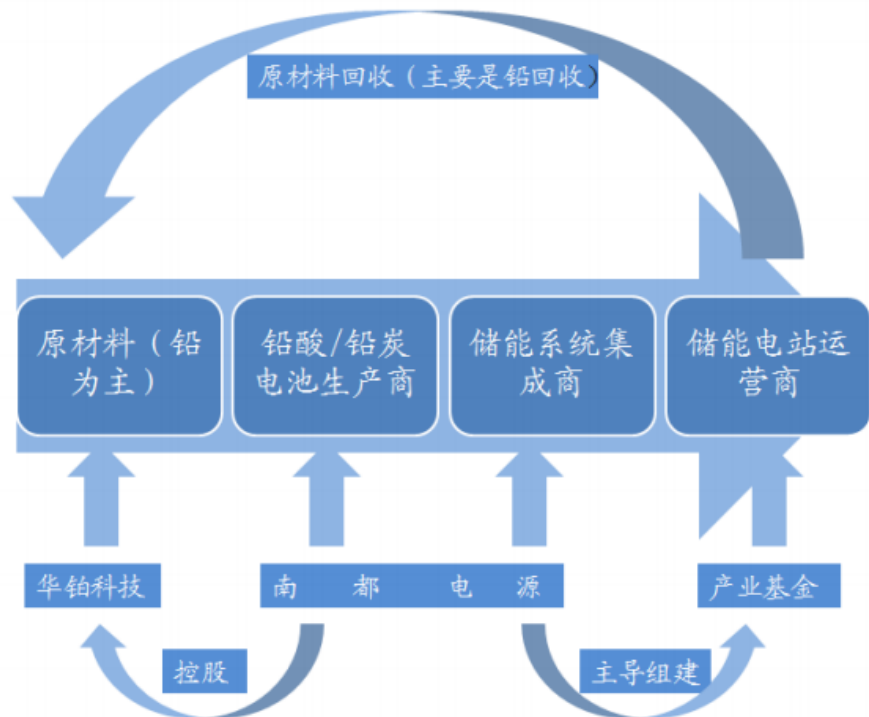
公司1月29日发布公告，与中联水泥、禾友化工等共计7位合作方签署储能电站项目运营管理服务合同，合计容量为180MWh，项目合作周期10年，预计总投资约2.3亿元。目前公司储能电站签约总规模超2000MWh。

同时为了从资金和投资架构上保证储能业务的长远发展，公司参与构筑金融平台，积极拉动社会资金参与储能电站投资。报告期内，公司与三峡建信等合作，成立三峡南都储能投资(天津)合伙企业，一期募集资金总规模为20亿元，同时，招商银行股份有限公司武汉分行的优先级资金也已经总行审批通过，授信总额为不超过21亿元。储能产业基金的落地有助于促进电站投资建设规模的迅速扩大，优化公司资产结构，推动公司在储能产业的战略落地。

可以看到公司充分利用自身优势布局铅酸/铅炭电池和电站集成业务，同时在这几年通过收购华柏科技和创建产业基金，已经完成了公司“材料+产品+运营+回

收+产业基金”的闭环储能产业布局。

图表7： 公司储能闭环产业链



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

公司目标在 2018 年继续滚动开发 2-3GW 的储能电站，每 MW 电站投资额在 100-150 万元，其中电池占到总成本的 60-70%，电池中铅成本占到 60%。目前储能电站的度电成本在 0.5 元/w 左右，因为公司有铅回收业务，因此可以在开发时让利，降低度电成本，提高电站收益率，保证产业基金的回报率。可以看到公司加速储能电站的开发，不仅有效拉动电池和铅回收的业务，也能提高电站收益率，利好投资人，推动行业进步。我们看好公司这样健康循环的闭环系统。

3、 铅回收明确扩产，未来大有可为：

3.1、 华铂是公司的重要战略布局

2017 年上半年公司公司以发行股份购买资产并募集配套资金的方式收购华铂科技另一股东朱保义先生所持有的 49% 股权，目前，本次资产重组事宜已经证监会审批通过，公司已完成资产过户手续，华铂科技成为公司全资子公司。随着我国铅蓄电池产业的持续发展，与之配套的废旧铅蓄电池回收产业规模将继续扩大，华铂科技现有产能已无法满足未来市场的需求，因此，华铂科技拟投资 10.60 亿元用于废旧铅蓄电池高效绿色处理暨综合回收再利用示范项目，全面提升废旧铅蓄电池回收产能。目前，该项目已处于开工建设阶段，计划建设期一年，项目完成后，华铂科技将新增年处理废旧铅蓄电池 60 万吨的产能，总处理能力将超过 100 万吨，其经营规模及盈利能力将大幅提高。

届时公司产能和处理能力处在国内第一，国际领先水平。公司将华铂科技为主要平台进一步打造锂电回收、铅蓄电池回收、其他有色金属回收的综合利用平台，打通动力、储能、通信及资源回收产业链，推动产业可持续发展。

3.2、再生铅市场格局正在变化，行业集中度会进一步提高

据统计，2012至2016年间，我国的铅使用量持续保持在1100万吨左右，相对比较稳定。但是矿山生产的原生铅在2013—2016年期间，产量却从524万吨下降到470万吨。这组数字表明原生铅的产量正呈现逐年下降趋势，为了保持电池市场对“铅”的需求，再生铅的重要性日益凸显。

近年来，我国再生铅产能开始呈现出增长趋势，但回收再生率依然严重偏低，再生铅产量在铅总量中的占比不足40%，远远低于美国90%以上再生使用率。我们认为，这与我国铅酸蓄电池回收体系不健全、流向无序等问题密切相关，再生铅的发展需要更明确的标准和规范。

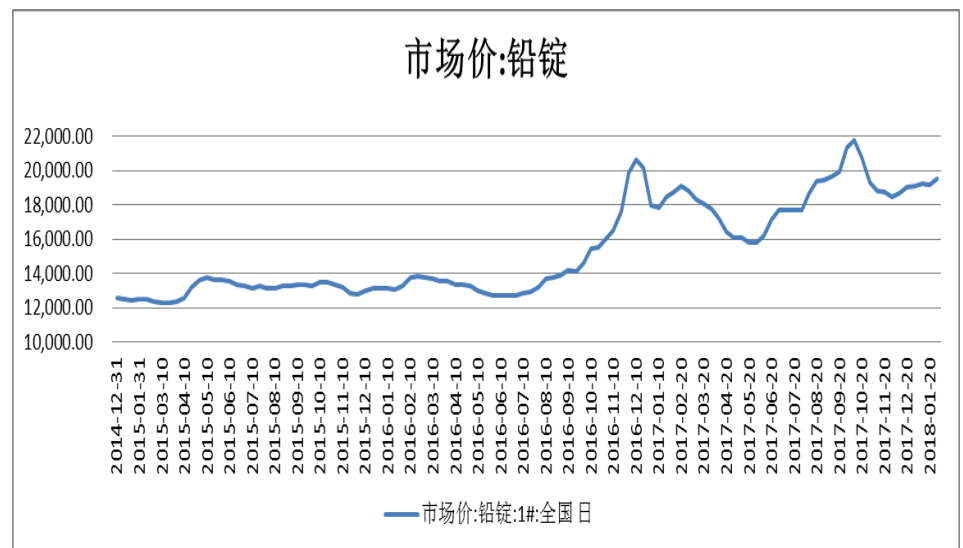
2016年12月工信部印发《再生铅行业规范条件》，对再生铅行业环保标准、装备技术、生产规模、能源消耗及资源综合利用等方面提出了更高的要求。《规范条件》颁布后，促进了再生铅行业的可持续发展，大大促进了产能整合升级。

为了整治再生铅市场，环保检查的监管力度越来越强。2016年国家环保组分两批检查，多省矿企和再生铅“三无”冶炼厂被大面积关停，而2017年再生铅企业又迎来了第三批国家环保组进驻。河南、河北、山东、山西、天津等地的再生铅“三无”小厂也彻底全军覆没。我国再生铅产业即将进入“快速、规范、健康”的发展时期，再生铅产业规模日益壮大，产品总量增长速度稳步上升，企业数量也从鱼龙混杂的300多家，精简到80家，达到规模型生产标准的企业稳定在30家左右。

3.3、“南都+华柏”即为双赢

铅回收市场之所以混乱，和回收渠道的散乱有之间原因，一般的废旧蓄电池会经过个体户或回收站再到废品贸易商，最后到再生铅的厂家，期间会经过3-4环节，相应的每个环节都类似于一个“中间商”，因此铅回收成本比较高，但是南都电源的蓄电池销售网络 and 物流网络，为华柏的铅回收搭建了其他铅再生厂商没有的“以旧换新、逆向物流”的回收渠道，大大降低了铅回收的成本。

图表8：铅价格走势



资料来源：wind、新时代证券研究所

受益 2016 年底以来铅价上涨行情，2017 年上半年华铂科技实现销售收入

14.00 亿元，同比增长 28.52%，毛利率同比提升 0.18%至 5.28%，实现利润 1.71 亿元，对公司利润贡献 8706.58 万元，同比增长 78.84%。目前铅的市场国内 45% 使用再生铅，相对于国外的 80%还是比较低的，控股子公司华铂科技未来铅资源回收再生预计可持续为母公司贡献稳定增长的利润，且有望超额完成业绩承诺（2017-2019 年的业绩承诺分别为：扣除非经常性损益后的利润 4 亿元、5.5 亿元、7 亿元）。

可以看到铅价格的上涨对华柏是利好，但是对公司的铅酸/铅炭电池的生产却是不利，因此，南都和华柏的结合能够有效的缓解、消化原材料价格波动对企业经营产生的不利影响。

4、首次覆盖、给予“推荐”评级：

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.46、0.62 和 0.81 元。当前股价对应 17-19 年分别为 31、23 和 18 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	4381	6359	10296	13946	17224	营业收入	5153	7141	9197	12171	15609
现金	971	1587	4486	5937	7613	营业成本	4375	5882	7909	10288	13143
应收账款	1783	2267	2949	3955	4899	营业税金及附加	39	208	169	231	281
其他应收款	58	88	100	148	170	营业费用	287	369	368	426	468
预付账款	49	110	95	176	171	管理费用	231	287	276	365	468
存货	1199	2102	2337	3436	3939	财务费用	72	78	79	236	370
其他流动资产	321	205	330	294	433	资产减值损失	35	26	18	24	31
非流动资产	2551	2830	3373	4163	5028	公允价值变动收益	3	0	1	1	1
长期投资	0	38	75	113	151	投资净收益	-4	-7	0	0	0
固定资产	1524	1628	2135	2859	3651	营业利润	113	284	379	601	849
无形资产	236	223	220	216	211	营业外收入	207	236	236	236	236
其他非流动资产	791	942	943	975	1016	营业外支出	11	10	11	11	11
资产总计	6932	9189	13669	18109	22252	利润总额	308	510	604	826	1074
流动负债	3396	2454	6451	10199	13486	所得税	29	33	39	53	69
短期借款	1877	650	4027	7299	9703	净利润	279	477	565	773	1005
应付账款	634	886	1158	1501	1896	少数股东损益	76	148	164	232	297
其他流动负债	885	918	1266	1399	1887	归属母公司净利润	203	329	401	541	708
非流动负债	176	386	374	380	362	EBITDA	552	703	838	1260	1701
长期借款	100	313	302	307	290	EPS (元)	0.23	0.38	0.46	0.62	0.81
其他非流动负债	76	73	73	73	73						
负债合计	3572	2840	6825	10579	13848	主要财务比率					
少数股东权益	317	454	618	851	1148	成长能力					
股本	605	787	874	874	874	营业收入(%)	36.1	38.6	28.8	32.3	28.2
资本公积	1707	4047	4047	4047	4047	营业利润(%)	(11.9)	152.5	33.1	58.7	41.3
留存收益	732	1062	1492	1988	2693	归属于母公司净利润(%)	92.5	62.0	21.7	35.0	30.9
归属母公司股东权益	3043	5896	6226	6679	7256	获利能力					
负债和股东权益	6932	9189	13669	18109	22252	毛利率(%)	15.1	17.6	14.0	15.5	15.8
						净利率(%)	3.9	4.6	4.4	4.4	4.5
						ROE(%)	8.3	7.5	8.3	10.3	12.0
						ROIC(%)	6.9	7.0	5.8	6.6	7.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	51.5	30.9	49.9	58.4	62.2
						净负债比率(%)	34.3	(8.3)	(1.2)	23.4	29.7
						流动比率	1.3	2.6	1.6	1.4	1.3
						速动比率	0.9	1.7	1.2	1.0	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5
						应付账款周转率	10.1	7.7	7.7	7.7	7.7
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.23	0.38	0.46	0.62	0.81
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.07	-0.33	0.48	-0.57	1.08
						每股净资产(最新摊薄)	3.48	6.75	7.13	7.65	8.31
						估值比率					
						P/E	62.43	38.54	31.67	23.46	17.93
						P/B	4.17	2.15	2.04	1.90	1.75
						EV/EBITDA	25.78	18.1	15.9	12.2	9.6

现金流量表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	42	5	422	-498	941
净利润	279	477	565	773	1005
折旧摊销	153	181	173	237	305
财务费用	72	78	79	236	370
投资损失	4	7	-0	-0	-0
营运资金变动	-485	-773	-395	-1744	-738
其他经营现金流	18	35	-1	-1	-1
投资活动现金流	-873	-466	-715	-1026	-1169
资本支出	562	419	505	752	827
长期投资	0	-35	-38	-38	-38
其他投资现金流	-311	-82	-247	-312	-380
筹资活动现金流	943	1083	-186	-298	-499
短期借款	1389	-1227	0	0	0
长期借款	-193	213	-11	6	(18)
普通股增加	0	182	87	0	0
资本公积增加	34	2340	0	0	0
其他筹资现金流	-287	-425	-261	-303	-481
现金净增加额	121	641	-479	-1822	-727

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表目录

图表 1: 公司营业收入数据.....	4
图表 2: 归属于母公司净利润数据.....	4
图表 3: 近年来主营业务收入构成.....	4
图表 4: 2017H1 主营业务占比.....	4
图表 5: 我国电化学储能累计装机规模.....	5
图表 6: 2015 年底各应用场景储能项目占比.....	5
图表 7: 公司储能闭环产业链.....	7
图表 8: 铅价格走势图中.....	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	吕筱琪销售总监 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/>