

## 高新发展 (000628.SZ)

增持 (首次)

### 建筑主业稳健发展，收并购切入 IGBT 领域

集团优质工程平台，通过收并购切入功率半导体领域。公司成立于 1992 年，高投集团为最大股东，高新区财政金融局是实际控制人。公司主营建筑施工和智慧城市建设、运营及相关服务业务，除此之外，目前仍兼营期货（控股权转让过程中）、厨柜等业务。其中，建筑施工业务是公司目前的主要收入来源。在深耕建筑主业的同时，公司积极谋求战略转型，通过收购在相关领域具备较强实力的森未科技，确立新主业方向，正式切入功率半导体 IGBT 赛道。

建筑订单稳健增长，积极拓展智慧城市等高盈利业务。2021 年公司子公司倍特建安累计新签订单金额约 122.09 亿元，同比增长 17.70%，维持较高增速。截止 2021 年底，倍特建安累计已签约未完工订单金额约 267.91 亿元，在手订单十分充裕。此外，公司 2021 年建筑业毛利率较上年小幅下降，后续有望改善。智慧城市建设、运营及相关服务业务是公司近两年集中力量打造的新主业，目前主要是为政府、企业和社会提供智慧政务、智慧交通、智慧环保等一系列数据治理运营服务，未来将会向产业链中上游的物联网、传感器等领域进行拓展。除已成公司第二利润源外，公司业务也开始初具科技含量。2021 年智慧城市业务的营业收入和净利润虽有下降，但由于该业务具有较强的技术优势，毛利率比传统业务高得多，2021 年智慧城市业务毛利率达 47.61%，较上年同期增长了 8.93 个百分点。

现金收购森未科技，战略转型高景气 IGBT 领域。公司及子公司倍特开发以现金 2.82 亿元购买森未科技 69.40% 股权，以现金 195.97 万元购买高投集团持有的芯未半导体 98% 股权，拟并购整合森未科技和芯未半导体。标的企业森未科技是国内产品线覆盖最广的 IGBT 功率半导体公司之一，其拥有专业人才、硬核技术、丰富产品库等差异化的核心竞争优势，具备较强实力，预计今年并购完成后的收入超 1 亿元，发展势头良好。公司由此正式进入市场前景广阔、国产替代需求明确的 IGBT 领域，逐步转型为核心业务优势明显、整体盈利能力强的高新技术企业。

投资建议：公司在手订单充裕，支撑业绩稳定增长，且依托主业优势，拓展智慧城市等高毛利业务。公司通过收并购切入 IGBT 高景气领域，发展势头良好。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.58、0.73、0.94 元/股，给予目标价 19.32 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：疫情持续扰动风险、原材料价格上涨风险、应收款回款风险、收购标的企业效果未达预期风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	5533	6612	7839	9543	11583
同比增长	67%	19%	19%	22%	21%
营业利润(百万元)	347	240	282	336	410
同比增长	142%	-31%	17%	19%	22%
归母净利润(百万元)	241	163	203	258	332
同比增长	130%	-32%	24%	27%	29%
每股收益(元)	0.68	0.46	0.58	0.73	0.94
PE	21.4	31.6	25.4	20.0	15.5
PB	3.4	3.3	2.9	2.6	2.3

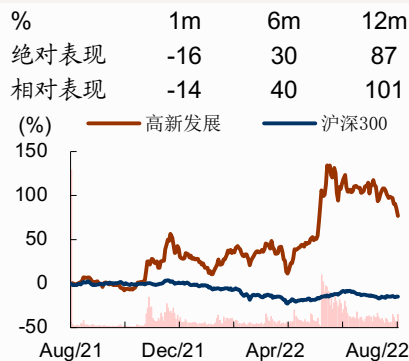
资料来源：公司数据、招商证券

中游制造/建筑钢铁  
目标估值：19.32 元  
当前股价：14.66 元

#### 基础数据

总股本(万股)	35228
已上市流通股(万股)	19207
总市值(亿元)	52
流通市值(亿元)	28
每股净资产(MRQ)	4.6
ROE(TTM)	8.6
资产负债率	83.8%
主要股东	成都高新投资集团有限公司
主要股东持股比例	48.88%

#### 股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

岳恒宇 S1090521050002  
yuehengyu@cmschina.com.cn  
唐笑 S1090521050001  
tangxiao2@cmschina.com.cn  
贾宏坤 研究助理  
jjiahongkun@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、 集团优质工程平台，股权结构较为集中	4
1、 深耕建筑主业多年，在手订单充裕	4
2、 股权结构集中，通过收并购切入功率半导体领域	5
二、 建筑订单稳健增长，拓展智慧城市等高盈利业务	5
1、 乘高新区发展机遇之风，公司建筑业务稳健增长	5
2、 去年新签订单高增长，在手订单充裕	7
3、 建筑收入稳健增长，毛利率有所下降	7
4、 公司积极战略转型，发展智慧城市等高盈利业务	8
三、 切入高景气 IGBT 领域，转型半导体行业	9
1、 收购森未科技，成立芯未半导体构建 Fab-Lite 模式	9
2、 IGBT 国产化需求明确，市场规模持续高速增长	11
3、 深厚技术储备带来差异化竞争优势	12
4、 后续推出股权激励计划，保障标的企业自主性	14
四、 盈利预测与估值	15
1、 盈利预测	15
2、 公司估值	16
五、 投资建议	17
六、 风险提示	17

## 图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 2018-2021 年公司营业收入分业务占比	5
图 3: 2018-2021 年公司建筑主业收入金额 (亿元)	5
图 4: 公司股权结构 (截至 2022 年一季度)	5
图 5: 固定资产投资新开工项目投资 (左轴)、同比 (右轴)	6
图 6: 2021-2022 年各地方固定资产投资增速目标	6
图 7: 倍特香槟华府	6
图 8: 瞪羚谷公园社区	6
图 9: 2019-2022 年公司累计新签订单金额及同比增速	7

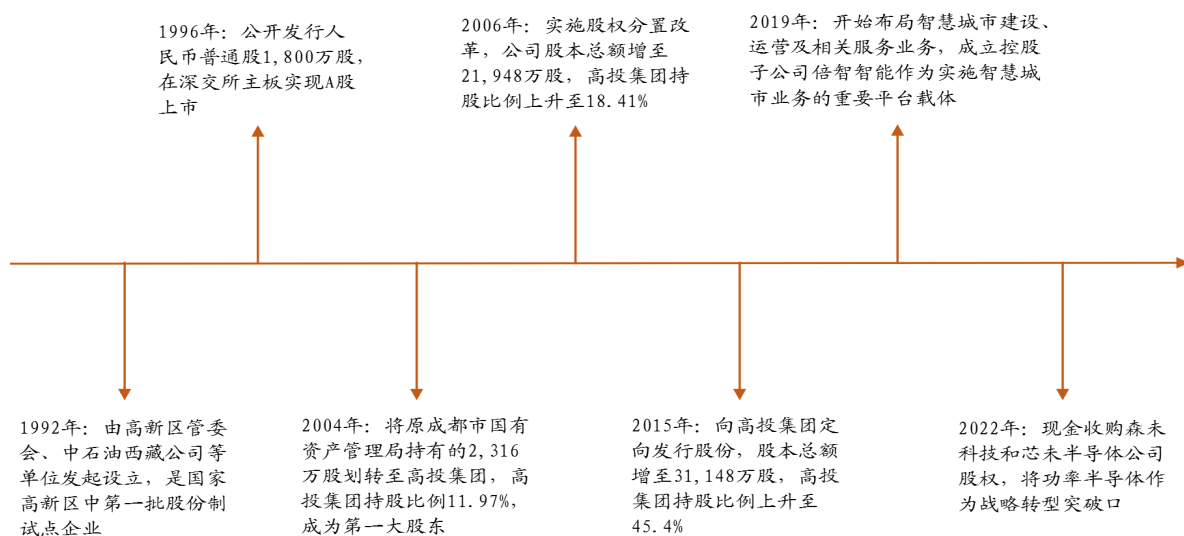
图 10: 2019-2022 年公司已签约未完工订单金额及同比增速	7
图 11: 2018-2021 年公司建筑业营业收入及同比增速	8
图 12: 智慧城市建设愿景	8
图 13: 智慧城市产业链	9
图 14: 公司智慧城市业务营业收入、净利润	9
图 15: 公司建筑业务与智慧城市业务毛利率对比 (%)	9
图 16: 本次交易完成后森未科技、芯未半导体股权结构图	10
图 17: 功率半导体行业概况	12
图 18: 2020 年全球 IGBT 竞争格局	12
图 19: 2020 年度中国功率器件主要企业销售额 (亿元)	14
表 1: IGBT 产品应用简介	10
表 2: 森未科技相关技术专利 (节选)	13
表 3: 森未科技与可比上市公司经营模式与成长阶段具体情况	13
表 4: 收购公告中有关股权激励的交易提示	14
表 5: 公司主营业务预测表	15
表 6: 费用率预测表	16
表 7: 利润表预测	16
表 8: A 股市场可比公司估值 (截至 8 月 19 日收盘数据)	17
附: 财务预测表	18

## 一、集团优质工程平台，股权结构较为集中

### 1、深耕建筑主业多年，在手订单充裕

成都高新发展股份有限公司（原名“成都倍特发展集团股份有限公司”），创建于1992年，由高新区管委会、中石油西藏公司等单位以定向募集的方式发起设立，是国家高新区中第一批股份制试点企业。1996年，公司成功在深圳证券交易所挂牌上市（股票代码为000628）。2004年，高投集团受让原成都市国有资产管理局的2316万股，成为第一大股东。2006年，公司顺利实现股权分置改革目标。2015年，公司完成了非公开发行股票事宜并实施完成了重大资产重组工作。作为高新区下属唯一国有上市企业，成立伊始，公司主要承担成都高新区的发展建设以及高新技术产业投资。经过多年努力，公司形成了以工程建设为主体的多元化业务格局。

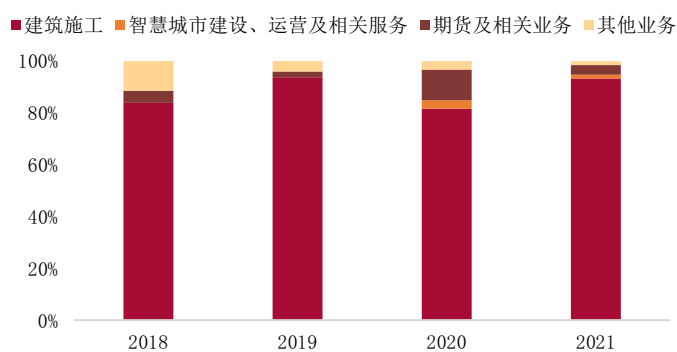
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、招商证券

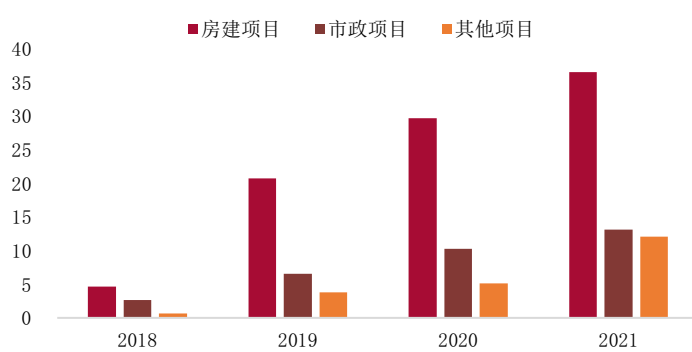
公司主要从事建筑施工和智慧城市建设、运营及相关服务业务，除此之外，目前仍兼营期货（控股权转让过程中）、厨柜等业务，但收入或利润体量均较小。公司的建筑主业包括房屋建筑、市政公用和建筑装饰装修等项目，是公司目前收入的主要来源及重要利润支撑。其中，房建项目业务遥遥领先，公司2021年经营数据显示，其房建项目业务收入36.58亿元，占比约为59.24%。同时，截止2021年12月31日，公司建筑业累计已签约未完工订单金额达267.91亿元，在手订单/营业收入的值约为4.05。充裕的在手订单为公司以后年度的利润来源提供了可靠保障。

图 2: 2018-2021 年公司营业收入分业务占比



资料来源: 公司年报、招商证券

图 3: 2018-2021 年公司建筑主业收入金额 (亿元)

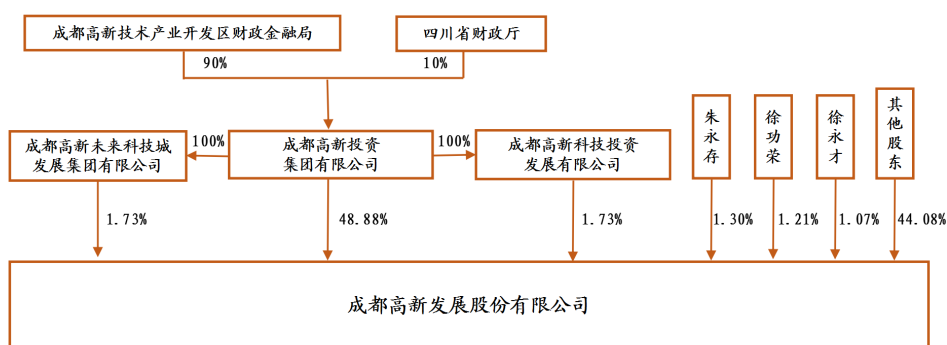


资料来源: 公司年报、招商证券

## 2、股权结构集中，通过收并购切入功率半导体领域

公司股权结构集中，成都高新区财政金融局是公司实际控制人。截至 2022 年一季度，高新区财政金融局通过成都高新投资集团间接持股 47.11%，成都高新投资集团于成立于 1996 年，经过 20 多年发展，已成为集城市开发运营、产业投资和资本运作、电子信息产业实业为一体的综合性国有资本投资运营公司。此外，前十大股东中，朱永存、徐功荣、徐永才分别持股 1.30%、1.21%、1.07%；其余股东持股不超过 1%，合计 44.08%。

图 4: 公司股权结构 (截至 2022 年一季度)



资料来源: 公司年报、招商证券

此外，2022 年 6 月 19 日，公司公告拟以 2.82 亿元收购成都森未科技有限公司股权及其上层股东权益，以直接和间接方式控制森未科技 69.40% 的股权，取得了森未科技的控制权。另外，公司以现金 195.97 万元购买高投集团持有的成都高投芯未半导体有限公司 98% 股权。公司此次通过收购在相关领域具备较强技术与创新实力的森未科技，正式切入功率半导体 IGBT 赛道，迈出战略转型的第一步，确立了新主业方向。并围绕相关产业进一步投入，逐渐从原有的传统建筑施工企业转变为半导体研发、制造、销售企业，以此拓展公司盈利增长点，促进公司高质量发展，将公司打造为核心业务优势明显、盈利能力强的优质国有上市公司。

## 二、建筑订单稳健增长，拓展智慧城市等高盈利业务

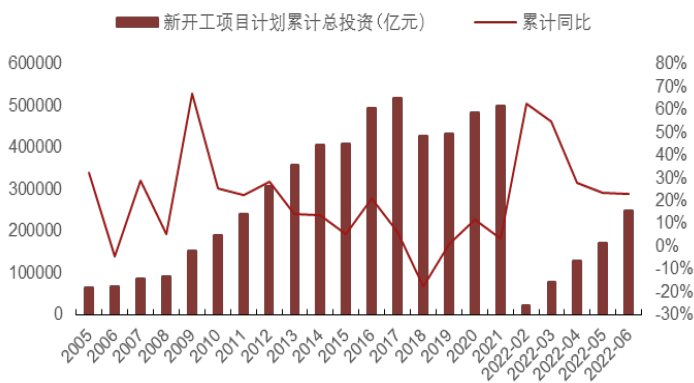
### 1、乘高新区发展机遇之风，公司建筑业务稳健增长

随着积极的财政政策和稳健的货币政策持续发力，适度超前开展的基础设施投资以及加快推进“十四五”规划 102 项重大工程项目，据国家统计局数据显示，2022 年截至 7 月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.70%。分

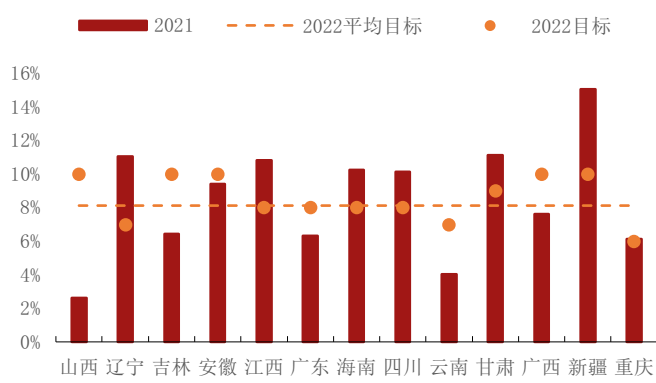


领域来看，基础设施投资增长 7.4%，制造业投资增长 9.9%，房地产开发投资下降 6.4%，全国建筑业总产值 128,979.8 亿元，同比增长 7.6%。分省市来看，13 个省市 2022 年固定资产投资的平均增速目标为 8%，比 2021 年固定投资增速 4.9% 高出 3.1 个百分点。较为乐观的增速目标，展示出了各地利用固定投资拉动经济增长的决心。我们预计全年基建投资增速有望达到 7-10%。（详细内容可参考我们报告《建筑行业 2022 年中期投资策略暨基建研究方法论：基建细分领域景气度分析与预测》）。

图 5：固定资产投资新开工项目投资（左轴）、同比（右轴） 图 6：2021-2022 年各地方固定资产投资增速目标



资料来源：iFinD、招商证券



资料来源：各地政府工作报告、招商证券

子公司成都倍特建筑安装工程有限公司作为公司经营建筑业务的重要平台载体，主要负责房屋建筑、市政公用和建筑装饰装修项目，业务区域主要位于成都高新区。围绕成都高质量建设践行新发展理念的城市公园城市示范区的目标，成都高新区提出，将持续推进基础设施建设，且不断加大投资力度。未来五年着重深入实施“幸福美好生活十大工程”，推出 133 个重点项目，总投资超 600 亿元。

近年来，公司牢牢抓住成都高新区拥有的强大优质禀赋资源，特别是抓住高新区全力推进新经济活力区、电子信息产业功能区、天府国际生物城、交子公园金融商务区和未来科技城全域五大产业功能区建设的巨大机遇，大力提升建筑施工业务规模和效益。在高新区五大产业功能区建设的实施阶段，倍特建安紧密围绕其建设需求，以 EPC 模式陆续承揽并顺利实施多个重大优质项目。其中，倍特香槟华府一期项目成功获得四川省建设工程“天府杯”（省优质工程）银奖、高新西区 IC 产业园项目获得“成都市优质结构工程”以及“省级 QC 成果”二等奖。出色的业务表现使公司承接业务量保持稳健增长，经营业绩稳定增长。

图 7：倍特香槟华府



资料来源：公司官网、招商证券

图 8：橙聆谷公园社区



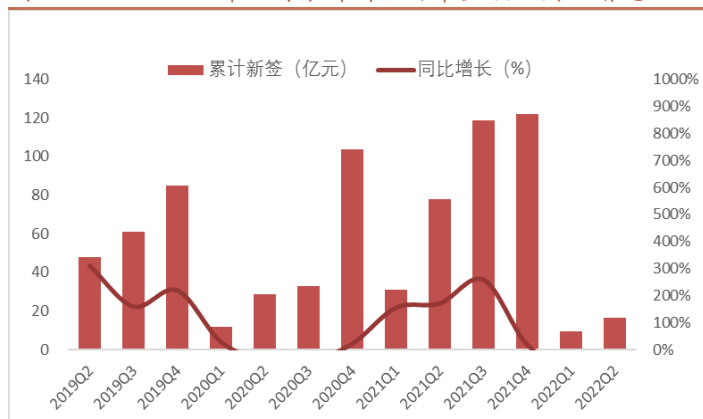
资料来源：公司官网、招商证券

公司现阶段承包的施工项目大多集中在成都高新区内，今后在持续服务高新区建设的同时，公司将积极拓展高新区外优质施工项目，以规避业务集中度较高的风险。同时，随着不断提升建筑施工业务的收入规模和利润水平，建筑业务会成为未来公司发展其他业务的重要利润支撑。

## 2、去年新签订单高增长，在手订单充裕

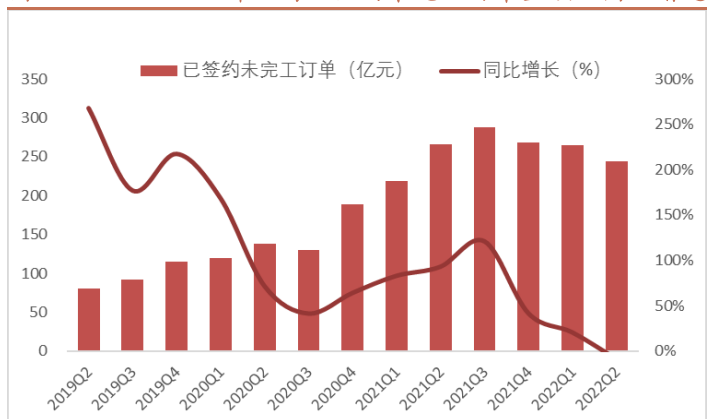
近两年，公司建筑业务规模快速增长，尤其承接了成都高新区妇幼保健院新建项目、5G 互联科创园项目、高新福田 TOD 项目、京东方租赁住房建设项目、新川片区租赁住房建设项目、交子大道夜景提升一期工程、交子金融大街形象提升工程、东一线北一线道路周边景观工程、成都新都区人居香城人才住房等大体量、大面积施工项目。据公司经营数据显示，2021 年度倍特建安通过施工总承包与 EPC 模式承揽的累计新签订单金额约 122.09 亿元，较 2020 年度（金额约 103.73 亿元）同比增长了 17.70%，维持在一个高增速的状态。同时，截止 2021 年 12 月 31 日，倍特建安累计已签约未完工订单金额约 267.91 亿元。此外，公司在手订单/2021 年营业收入的值约为 4.05，与同业相比处于较高的水平，充裕的在手订单支撑公司未来业绩稳定增长。

图 9：2019-2022 年公司累计新签订单金额及同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 10：2019-2022 年公司已签约未完工订单金额及同比增速



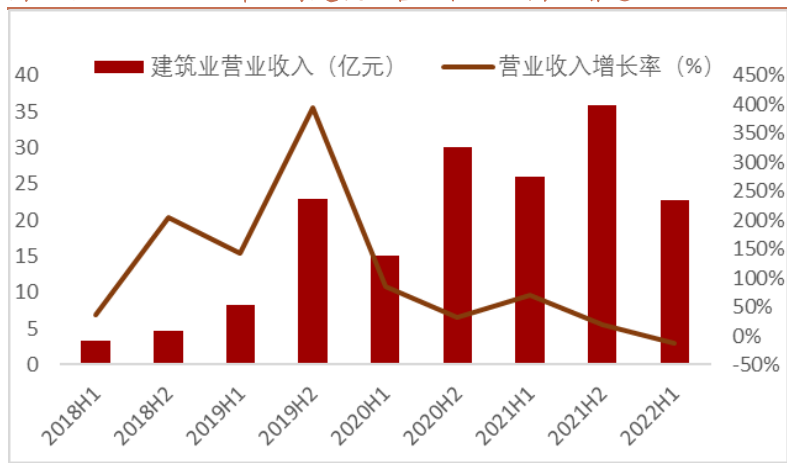
资料来源：公司公告、招商证券

子公司倍特建安未来将继续立足于成都高新区，深度参与成都高新区五大产业功能区建设，继续获取业务订单。同时，倍特建安紧紧抓住成都主体功能区建设机会，通过与大型央企、省市国有平台公司等成立合资公司或组建联合体，2019 年承接了成都天府国际空港新城绛溪南、北组团城市道路及景观提升工程 PPP 项目，其中包含六个子项目，总投资合计 64.03 亿。倍特建安顺利推进了 PPP 项目建设，实现经营业绩提升，并为后续更多参与 PPP 项目积累建设、管理和运营经验。

## 3、建筑收入稳健增长，毛利率有所下降

过去几年中公司建筑业规模与经营效益发生显著变化，2019 年建筑业营业收入为 31.03 亿元，较上年同期增长约 2.88 倍，近两年公司建筑业营收同比增速也保持在较高的水平，建筑业务实现稳定高速增长。但同时，公司建筑业营收增长率有逐渐下降的趋势。2021 年建筑业贡献利润较去年下降 16.83%，主要原因一是由于毛利相对较高的市政项目比重下降，且原材料价格上涨，导致建筑业毛利率较上年同期下降 1.65 个百分点；二是减值也影响了建筑业贡献利润比重的下降。截止 2021 年末，公司嘉悦汇项目应收工程款金额为 4.42 亿元，该项目建设单位未完全按照合同约定支付工程款。按照公司坏账计提政策，随着该项目应收工程款账龄的增长，2021 年度坏账准备计提金额 0.56 亿元，较上年同期增加约 0.34 亿元，但该项目现已被其他资本方接手，坏账有待冲回。后续待未完工项目资金大规模回笼之后，预计建筑业贡献利润会有所改善，毛利率有望较去年同比上涨。

图 11: 2018-2021 年公司建筑业营业收入及同比增速



资料来源: 公司年报、招商证券

#### 4、公司积极战略转型，发展智慧城市等高盈利业务

2020 年，公司深化国企改革步伐，进一步聚焦主责主业，致力于向高科技公司转型。拓展拥有良好盈利能力和核心技术的智慧城市建设、运营及相关服务业务是公司战略转型的方向之一，公司于 2019 年开始布局智慧城市建设、运营及相关服务业务，成立了旗下科技型企业成都倍智智能数据运营有限公司作为公司实施智慧城市业务的重要平台载体，除已成为公司的第二利润源外，公司业务也开始具备科技含量。倍智智能定位是为成都高新区智慧城市建设落地做场景供给，立足于成都高新区并将逐步走出成都高新区，充分发掘成都高新区、成都市及更大范围内的智慧城市建设、运营及相关服务业务的应用场景，成为拥有自主知识产权和核心竞争力的智慧城市解决方案提供商和数据运营服务商。

图 12: 智慧城市建设愿景



资料来源: 公司官网、招商证券

目前倍智智能处于智慧城市产业链中下游，其业务发展方向是为政府、企业和社会提供智慧政务、智慧交通、智慧环保、智慧园区等一系列整体化的解决方案和数据治理运营服务。倍智智能以“运营服务”为动力，通过占领更多场景形成自有的大数据核心产品，同时聚集国内产业链相关的硬件、软件企业平台作为合作伙伴，构建出智慧城市生态圈。并用数据联结产业生态全要素，逐步发展成为集投、建、管、运、营能力为一体的新型智慧城市建设运营商。同时，在此基础上，公司未来将通过投资并购、合资合作等各种形式向中上游高度相关的物联网、传感器、新一代信息技术、高端软件等领域进行产业链拓展，实现在新型智慧业务细分领域具有领先地位。



图 13: 智慧城市产业链

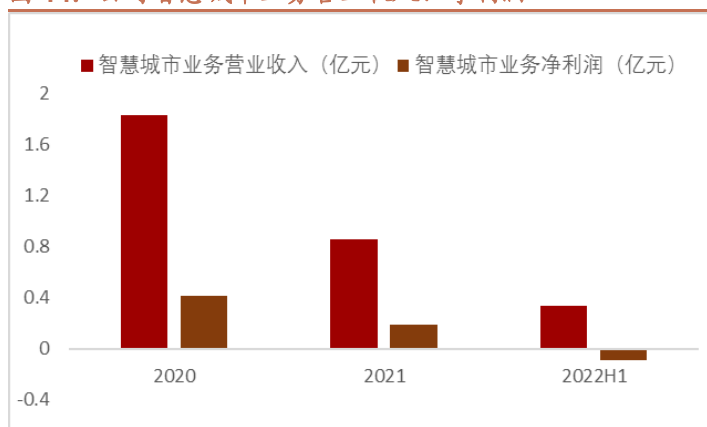


图注：倍智智能的定位居于产业链中游红色框线部分和下游椭圆虚线部分，且下游产业中解决方案所需能力由中游框线部分提供。

资料来源：公司年报、招商证券

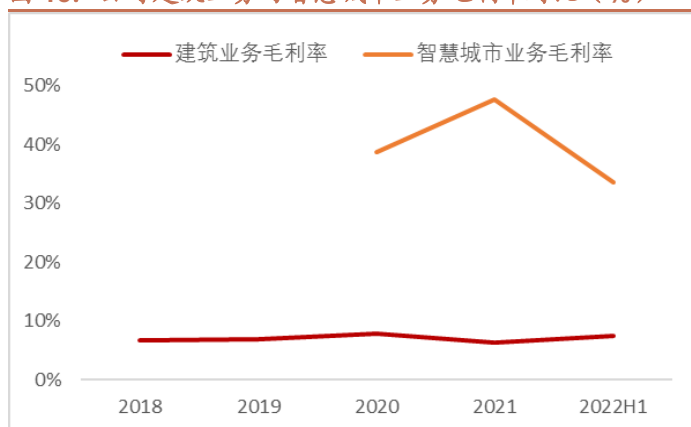
2021 年倍智智能实现营业收入 0.86 亿元，净利润 0.19 亿元，较上年同期分别下降 53.08%、54.99%，主要受成都高新区新基建项目建设推进进度和新冠疫情等影响。虽然，智慧城市业务的营业收入和净利润均下降，但由于该业务具有较强的技术优势，承揽的大多是高盈利的信息化、技术服务项目，因此毛利率比传统业务高得多。2021 年度智慧城市业务毛利率达到 47.61%，较上年同期增长了 8.93 个百分点，主要系毛利相对较高的信息化、技术服务项目比重较上年同期大幅提升所致。对比之下，公司传统建筑业务的毛利率一直仅维持在 6.91% 上下浮动。作为战略转型方向的业务之一，智慧城市建设、运营及相关服务业务有望将公司打造为拥有高科技业务含量和稳定持续高盈利能力的优质国有上市企业。公司未来若能持续提高渗透率，实现成都高新区有一半的新基建平台使用倍智智能的运营软件，智慧城市板块的业务营收将会有巨大的增长空间。

图 14: 公司智慧城市业务营业收入、净利润



资料来源：公司年报、招商证券

图 15: 公司建筑业务与智慧城市业务毛利率对比 (%)



资料来源：公司年报、招商证券

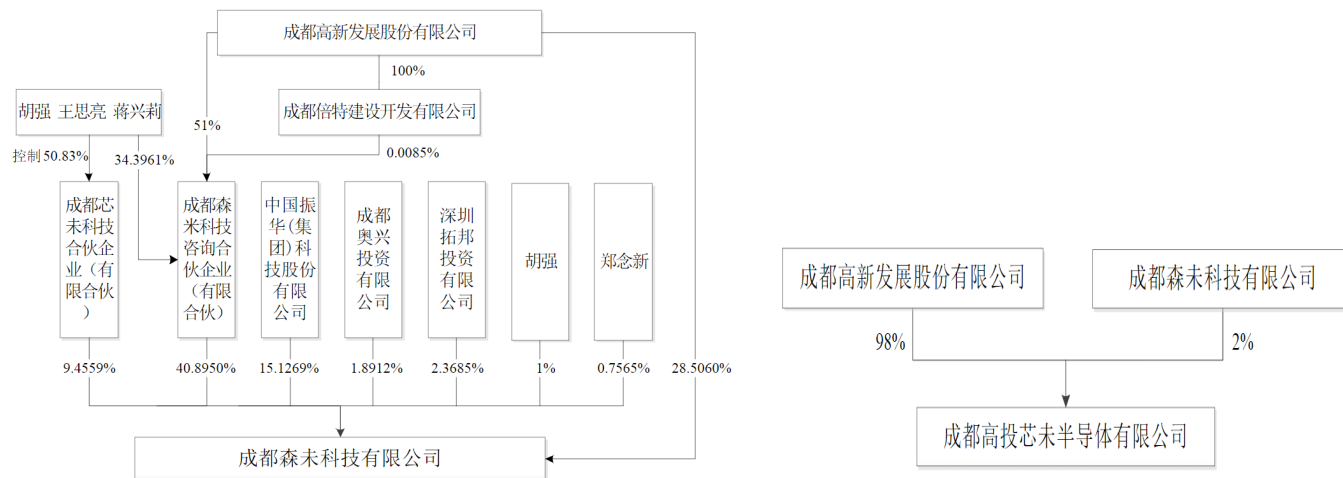
### 三、切入高景气 IGBT 领域，转型半导体行业

#### 1、收购森未科技，成立芯未半导体构建 Fab-Lite 模式

作为高新区唯一的国有上市公司平台，成都地方领导近年来逐渐认识到要想让公司持续高质量发展，不仅要聚焦强大的主业，还要增强创新能力，业务具备科技属性。成都地方领导明确提出对公司的未来发展思路，必须转型高科技产业方向，发挥出上市公司的融资功能，形成一个科技产业资本的高水平循环。在此背景下，公司及全资子公司倍特开发以现金 2.82 亿元购买成都森未科技有限公司股权及其上层股东权益，以直接和间接方式控制森未科技 69.40% 的股

权，取得森未科技控制权。同时，公司以现金 195.97 万元购买高投集团持有的成都高投芯未半导体有限公司 98% 股权。公司拟并购整合森未科技和芯未半导体，由此正式进入功率半导体领域，打造有突出盈利能力和发展前景的新主业，提升关键核心竞争力。

图 26: 本次交易完成后森未科技、芯未半导体股权结构图



资料来源：公司公告、招商证券

森未科技成立于 2017 年，定位于功率半导体领域，主营业务为 IGBT 等功率半导体器件的设计、开发和销售，是推动我国 IGBT 功率半导体国产化进程的创新企业。森未科技 IGBT 器件产品全面采用沟槽栅+场截止技术，覆盖 600-1700V 以及低、中、高频应用领域，对标全球 IGBT 龙头英飞凌的同类芯片产品，成功开发不同电压等级和应用场景的芯片超过 100 款，是国内产品线覆盖最广的 IGBT 功率半导体公司之一。依托深厚的技术研发储备和科学严谨的质量管理体系，森未科技产品具备广阔的应用前景，质量可靠性高、性能优异，屡获业内头部客户认可，销售收入快速增长，发展势头良好。

表 1: IGBT 产品应用简介

产品规格	应用	应用领域简介	产品特征
1200V/10A-1200V/600A 以及 1700V/75A-1700V/600A	工业变频	变频器是利用电力半导体器件的通断效果将工频电源转换为另一频率的电能控制设备。IGBT 有着驱动简单、高开关频率、低损耗、高可靠等特点，是变频器的核心器件。使用变频器的电机系统较定频系统节电率普遍达 20% 左右，某些较高场合可达 30% 以上，节能效果非常显著，其市场潜力巨大。	√沟槽栅+场截止技术 √更低的杂散电感设计 √最优 VCE(sat)和 Eoff 折中 √正温度系数
1200V, 40A-3000A	高频感应加热	感应加热过程主要是依靠电流感应透热及热传导的方式实现，可在很短的时间内将工件加热到预期温度。目前，感应加热已广泛应用于钎焊、淬火、退火、金属熔炼、热处理、机械制造、轻工及电子类的加工等行业。此外感应加热已逐渐进入到日常家庭生活中，例如微波炉、电磁炉、热水器等。现在，感应加热正朝着大功率和高频率相统一的方向发展，因此采用新型功率 IGBT 器件十分必要。	√低 VCE(sat) √低开关损耗 √正温度系数，易于并联使用

产品规格	应用	应用领域简介	产品特征
1200V, 200A-450A	特种电源	特种电源一般是为特殊负载或场合要求而设计的，它的应用十分广泛。主要有：电镀电解、阳极氧化、医疗设备、电力操作、电力试验等等。大功率开关器件采用先进的 IGBT 模块及先进可靠的驱动电路，使得电源的整体性能良好，稳定度好，并且具有各种保护功能。	√优化的 VCE(sat)和 Eoff 折中 √正温度系数，易于并联使用 √更优的电路设计，整体方案优化
1200V, 450A-600A	电动汽车	IGBT 具有高频率、高电压、大电流、易于开关等优良性能，是电动汽车中的核心器件之一，是动力系统的重要组成部分。IGBT 在电动汽车中主要应用于以下几个方面：电机控制系统（大功率直流/交流逆变后驱动汽车电机）、充电系统（充电桩直流/交流及车载充电器）、车载空调系统（小功率直流/交流驱动空调压缩机）	√卓越的 VCE(sat)和 Eoff √带 NTC，实现芯片温度检测 √优异的散热设计 √高鲁棒性和可靠性
600V/50A, 75A 系列, 1200V/40A, 75A, 150A, 200A 系列 1700V 系列	新能源发电	新能源一般是指在新技术基础上加以开发利用的可再生能源。中国的新能源主要包括水能（主要指小型水电站）、风能、生物质能、太阳能等。新能源产业的发展既是整个能源供应系统的有效补充手段，也是环境治理和生态保护的重要措施，是满足人类社会可持续发展需要的最终能源选择。	√超高功率密度 √低电感设计 √低开关损耗 √低 VCE(sat) √低热阻

资料来源：公司公告、招商证券

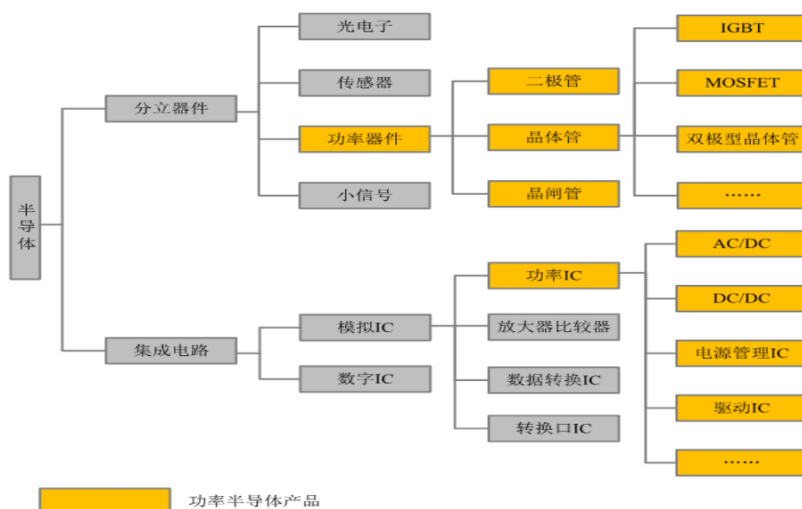
同时，作为森未科技打造 Fab-Lite 模式的重要载体，芯未半导体将建设功率半导体器件局域工艺线和高可靠分立器件集成组件生产线。未来，随着局域工艺线和集成组件生产线的建设完成，森未科技将拥有 IGBT 等功率半导体芯片工程研制能力和集成组件封装能力，与标准晶圆及封装委外加工相结合，以相对较低的投入规模获得生产效率及产品竞争力的提升。

## 2、IGBT 国产化需求明确，市场规模持续高速增长

功率半导体是电子装置中电能转换与电路控制的核心，主要用于改变电压和频率、直流交流转换等。功率半导体可以分为功率 IC 和功率器件两大类，其中功率器件主要包括二极管、晶闸管、晶体管等产品。二极管和晶闸管出现的时间相对较早，总体结构和生产工艺较为简单。IGBT（Insulated Gate Bipolar Transistor，绝缘栅双极型晶体管）是由双极型三极管 BJT 和 MOSFET（金属-氧化物半导体场效应晶体管）组成的复合全控型电压驱动式功率器件，属于晶体管系列，拥有输入阻抗高、开关速度快、易于驱动等技术优势，已逐步取代晶闸管，处于下游高景气阶段。IGBT 具有电导调制能力，相对于 MOSFET 和双极晶体管具有较强的正向电流传导密度和低通态压降。

IGBT 的开关特性可以实现直流电和交流电之间的转化或者改变电流的频率，有逆变和变频的作用，可以应用于逆变器、变频器、开关电源、照明电路、牵引传动等领域，被称为电力电子行业里的“CPU”。按照工作电压的不同，IGBT 在 650V 至 6500V 的电压范围内的各类应用场景广泛应用，其中工控、新能源汽车、风光储和消费电子是 IGBT 的主要应用领域。

图 37: 功率半导体行业概况

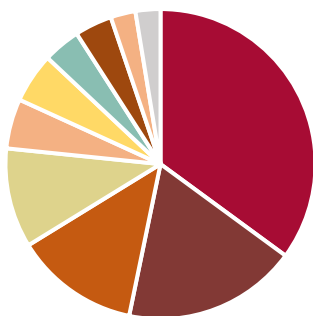


资料来源: 公司公告、招商证券

从行业竞争格局来看, 由于我国 IGBT 起步较晚, 一方面国内市场目前存在很大的需求缺口, 进口替代空间巨大。另一方面全球市场供给格局较为集中, 前十大供应商市场份额达到 82.6%, 其中英飞凌 (Infineon) 是行业绝对龙头, 市占率超过 30%, 其余包括安森美 (ON Semiconductor)、德州仪器 (Texas Instruments)、意法半导体 (ST Microelectronics) 等国际巨头企业, 形成了当前 IGBT 市场被进口品牌垄断的格局。国内供应商中, 当前只有士兰微、斯达半导和华微电子在个别细分品类中挤入前十大份额。

图 18: 2020 年全球 IGBT 竞争格局

■ 英飞凌 ■ 三菱 ■ 安森美 ■ 富士电机 ■ 赛米控 ■ 日立 ■ 士兰微 ■ 电装 ■ 丹佛斯 ■ 罗姆半导体



资料来源: iFinD、招商证券

为达到产品“自主可控”, 必须完成对 IGBT 模块和 IGBT 芯片的进口替代。功率半导体行业受新能源行业增长的带动, 市场规模未来将持续保持高速增长态势。据测算, 中国 IGBT 市场空间有望在 2025 年达到 591 亿元, 新能源汽车、风光储、工控、家电、轨交电网五大场景市场空间有望分别达到 231 亿元、183 亿元、85 亿元、69 亿元和 11 亿元。作为这些领域不可或缺的元器件, IGBT 的国产化需求明确。森未科技具备较强的功率半导体设计及研发能力, 亦是产品线覆盖最广的 IGBT 公司之一, 其产品具备广阔的应用前景, 并在市场中已建立了较好口碑, 未来发展空间巨大, 值得期待。

### 3、深厚技术储备带来差异化竞争优势

人才是功率半导体企业求生存、谋发展的先决条件。森未科技创始团队深耕 IGBT 芯片技术研发与产业化 10 年以上, 有大量一线工艺实操经验, 累计取得 (包含正在注册中的专利数) 相关技术专利 30 多项。森未科技核心技术团队人员年轻, 以清华大学、中国科学院、四川大学、电子科技大学等高校毕业的博士和硕士研究生组成国内 IGBT 芯片高



水平研发和产业化人才团队。器件团队工艺技术积累来自多年在晶圆生产线的一线工作经验，不仅熟悉国内各条晶圆线的工艺条件，而且在日本有多年的先进工艺开发经验，应用团队还在东方电气具有超过 10 年的 IGBT 应用开发经验。截至目前，公司专职研发人员超过 20 名，研发人员占比超过 40%，专业的人才梯队为公司的长远稳定发展奠定了良好基础和持续动力。

表 2: 森未科技相关技术专利 (节选)

专利名称	授权日	专利权
一种用于调整功率半导体器件电容比例的版图结构	2019/08/02	成都森未科技有限公司
一种实现功率半导体器件元胞区绝对浮空的沟槽隔断结构	2019/08/02	成都森未科技有限公司
一种实现大面积绝缘栅控制型器件的版图结构	2019/09/06	成都森未科技有限公司
一种沟槽接发射极的功率半导体器件版图结构	2019/09/06	成都森未科技有限公司
一种浮空区间隔开孔的 IGBT 版图结构	2020/09/08	成都森未科技有限公司
一种提高 IGBT 开启可控性的元胞结构	2020/09/08	成都森未科技有限公司
一种提高开启可控性的 IGBT 器件结构	2020/09/08	成都森未科技有限公司
一种 IGBT 模块用的 DBC 结构	2020/11/06	成都森未科技有限公司
基于一种 DBC 布局的集成 IGBT 封装结构	2020/11/06	成都森未科技有限公司
一种新型模块封装结构	2022/04/05	成都森未科技有限公司
一种用于调整功率半导体器件电容比例的版图结构	2019/08/02	成都森未科技有限公司

资料来源: 公司公告、招商证券

此外, 公司团队掌握专门为森未科技服务的制造功率器件的重要核心技术——背面局域工艺线, 其不仅具有高附加值, 并且国内目前能加上背面线的同行公司只有华虹一家。一条背面线的建设投入仅为 4 个亿, 跟代工的正面线动辄上百亿的投入相比成本压力小很多, 能够为充分发挥森未科技设计能力提供生产线支持。目前森未科技处于成长期, 业务类型为 Fabless (无晶圆厂设计公司), 轻资产运营, 主要负责 IGBT 芯片的设计、研发、销售, 晶圆制造、封装测试等环节则委托代工厂完成。可比上市公司中业务类型为 IDM 经营模式 (设计制造一体化), 故森未科技目前计划通过建设核心工艺平台及特色封装线, 提高产品迭代速度, 补齐委外代工模式的短板, 逐步构建 Fab-Lite 模式 (在晶圆制造、封装及测试环节采用自行建厂和委外加工相结合的方式), 并以此为基础跳板, 最终向 IDM 生产模式转型。

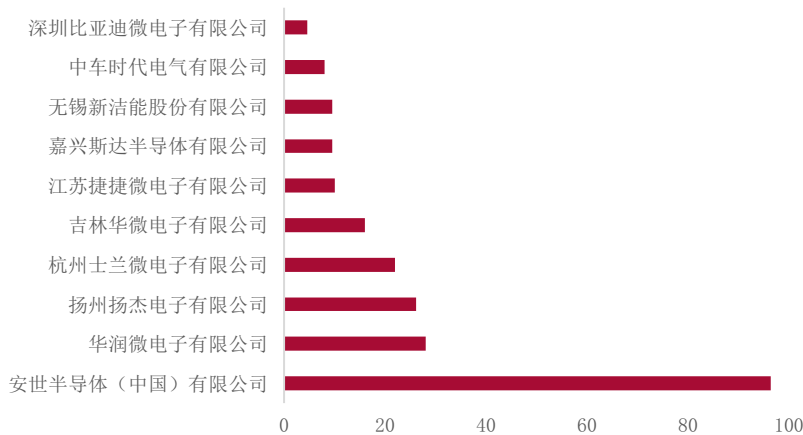
表 3: 森未科技与可比上市公司经营模式与成长阶段具体情况

项目	森未科技	台基股份	扬杰科技	捷捷微电	华微电子	士兰微	斯达半导
业务类型	Fabless, 固定资金投入较小, 主要负责设计	IDM, 经营需投入较大, 生产模式具有优势	IDM, 经营需投入较大, 生产模式具有优势	IDM, 经营需投入较大, 生产模式具有优势	IDM, 经营需投入较大, 生产模式具有优势	IDM, 经营需投入较大, 生产模式具有优势	IDM, 经营需投入较大, 生产模式具有优势
成长阶段	处于成长期, 公司未来经营抗风险能力较成熟期企业较弱	处于成熟期, 经营抗风险能力较成长期企业好	处于成熟期, 经营抗风险能力较成长期企业好	处于成熟期, 经营抗风险能力较成长期企业好	处于成熟期, 经营抗风险能力较成长期企业好	处于成熟期, 经营抗风险能力较成长期企业好	处于成熟期, 经营抗风险能力较成长期企业好

资料来源: 公司公告、招商证券

森未科技与国内已做到一定规模的半导体头部玩家，如安世半导体、华润微等，虽还有一定距离，短期内可能对公司利润贡献有限，但从长期角度来看，森未科技自身具备较强的技术实力，拥有差异化的核心竞争优势，业内口碑较好，并且增长势头迅猛。从2019年开始，基本每年营收能翻番，预计并购完成后可达1亿~2亿，未来公司的核心竞争力及整体盈利能力都将得到大幅度的提升。

图 19: 2020 年度中国功率器件主要企业销售额 (亿元)



资料来源：中国半导体行业协会、公司年报、招商证券

公司后续将围绕半导体行业进行投资建厂，芯未半导体作为森未科技打造 Fab-Lite 模式的重要载体，拟建设项目“成都高新西区高端功率半导体器件和组件研发及产业化项目”已在成都市高新区完成投资备案，主要内容为两条 8 英寸分立器件背面局域工艺线和两条高可靠分立器件封测线，项目总投资金额 9 亿元人民币。关于项目资金方面，一是成都市高新区政府目前集中力量发展电子信息支柱产业，未来会进一步增加针对生产线建设的投资；二是公司设有专门的策源资本，通过基金布局扶持功率半导体产业的发展，日前高新区的基金布局已经达到整体 3000 亿，首期 600 亿的规模，基本能够涵盖国内所有的头部机构，优惠力度极高；三是公司目前项目存量将要回笼的大规模资金将被投入到半导体行业之中。

#### 4、后续推出股权激励计划，保障标的企业自主性

半导体行业是人才驱动型行业，而现阶段国内具有相关实践、经验丰富的研发技术人员较为稀缺，新进入的企业要想熟练掌握功率半导体器件的设计、制造工艺，实现大规模生产，需要花费较长的时间去培养人才。森未科技目前已拥有一支相对稳定的高水平研发团队，这也是此次公司并购交易的核心价值所在。公司计划本次交易彻底完成后，在主业格局、现有经营团队稳定的基础上，推出股权激励等手段吸引、绑定核心人员，降低人才流失风险，保障森未科技的经营自主性和创新性，激发发展动力。尽可能在符合规定的情况下，将高投集团的高层领导以及未来森未科技的核心技术团队人员纳入到股权激励的覆盖范围之内。

表 4: 收购公告中有关股权激励的交易提示

交易公告款项	公告原文
八、本次交易的主要风险 (五) 标的资产经营风险 4、人才流失风险	IGBT 行业具有较高的技术密集性和人才密集性特点，技术人才是企业的核心资源。森未科技目前已拥有一支相对稳定的高水平研发团队，这也正是本次交易的核心价值所在。符合行业需求的人才存在一定稀缺性，随着行业快速发展，人才争夺日益激烈，若未来森未科技核心技术人员流失，将对其生产经营造成不利影响，并进一步对上市公司造成不利影响。本次交易完成后，公司将保持现有经营团队稳定，同时公司也会采取包括市场化薪酬机制、股权激励等手段吸引、绑定核心人员，降低人才流失风险。

交易公告款项

公告原文

高新发展与胡强、王思亮、蒋兴莉之补充协议（1）股权转让款项的锁定及使用安排

本次收购完成后，乙方各方应将本次股权转让款项完税后 90% 的金额和高新发展设立共管资金账户，该账户的共管期限为资金进入共管账户之日起三年。乙方可以使用共管账户资金在证券市场买入高新发展股票或者与高新发展（或关联方）共同出资合作设立半导体尤其是功率半导体产业链相关的并购投资基金，或者未来高新发展若推出股权激励计划，乙方也可将资金用于参与相关股权激励计划或者用于双方认可的其他用途，用途比例由乙方各方自行决定，除上述安排外，乙方不得将共管账户资金用作其他用途。其中，乙方在证券市场买入高新发展股票的，买入的股票在符合证券监管法律法规的前提下自本次收购交割完成后锁定 36 个月。

资料来源：公司公告、招商证券

## 四、盈利预测与估值

### 1、盈利预测

公司深耕建筑主业多年，在手订单充裕，支撑业绩稳健发展。同时积极拓展高景气赛道，收购森未大力发展 IGBT 业务，发展潜力较大。我们对公司的预测如下：

**销售收入预测：**1) 建筑工程：目前在手订单充裕，根据公司订单转化节奏确定收入，预计未来几年仍可保持双位数增长。2) 智慧城市：近期该业绩下滑主要受高新区新基建项目建设进度影响，该业务是公司战略转型的方向之一，新基建项目渗透率有望逐年提升，发展势头向好。3) 半导体业务：预计森未年内会并表，2022 年收入预计超 1 亿元，待生产线建成投产后，未来业绩或保持高增长。

**毛利率预测：**1) 建筑业：随着疫情影响的减退以及原材料价格的稳定，建筑工程和智慧城市的毛利率预计有所回升；2) 半导体：目前企业处于成长期，盈利尚未稳定，未来随着规模扩大，毛利率有望逐渐增加。

综上，预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 78.39、95.43、115.84 亿元，同比增长分别为 18.6%、21.7%、21.4%。

表 5：公司主营业务预测表

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>建筑业</b>					
销售收入（百万元）	4516	6175	7101	8522	10055
增长率（YOY）	45.5%	36.7%	15.0%	20.0%	18.0%
毛利率	7.9%	6.2%	8.2%	8.5%	8.5%
<b>智慧城市</b>					
销售收入（百万元）	183	86	172	206	248
增长率（YOY）		-53.0%	100.0%	20.0%	20.0%
毛利率	38.7%	47.6%	33.6%	34.0%	34.0%
<b>IGBT</b>					
销售收入（百万元）			180	396	832
增长率（YOY）				120.0%	110.0%
毛利率			30.0%	30.0%	30.0%
<b>收入合计（百万元）</b>	<b>5533</b>	<b>6612</b>	<b>7839</b>	<b>9543</b>	<b>11584</b>
增长率（YOY）	67.1%	19.5%	18.6%	21.7%	21.4%
平均毛利率	10.4%	8.1%	10.3%	10.9%	11.4%

资料来源：iFind、招商证券

**费用率预测:** 公司隶属于建筑工程企业, 费用率普遍较低。但 IGBT 领域期间费用率较高, 随着半导体业务占比的提升, 预计公司整体期间费用率将逐渐上升。

表 6: 费用率预测表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.5%	1.5%	2.0%	2.5%	2.7%
管理费用率	1.9%	1.7%	2.2%	2.5%	2.8%
研发费用率	0.1%	0.2%	1.2%	1.4%	2.3%
财务费用率	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%

资料来源: iFind、招商证券

综上, 我们预测公司 2022-2024 年归属于母公司净利润分别为 2.03、2.58、3.32 亿元, 分别增长 24.3%、27.0%、28.8%, EPS 分别为 0.58、0.73、0.94 元/股。

表 7: 利润表预测

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5533	6612	7839	9543	11583
营业成本	4960	6077	7035	8510	10266
营业税金及附加	19	22	26	32	39
营业费用	84	100	157	239	313
管理费用	105	111	172	239	324
研发费用	7	12	94	134	266
财务费用	26	21	38	43	52
资产减值损失	(33)	(74)	(72)	(55)	(10)
公允价值变动收益	8	5	5	6	4
其他收益	3	5	3	5	6
投资收益	36	37	29	32	87
营业利润	347	240	282	336	410
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	0	7	8	9	11
利润总额	348	235	275	327	400
所得税	80	62	61	53	47
少数股东损益	27	10	11	16	21
归属于母公司净利润	241	163	203	258	332
EPS (元)	0.68	0.46	0.58	0.73	0.94

资料来源: iFind、招商证券

## 2、公司估值

考虑到估值体系不同, 且森未科技目前处于成长期, 我们采用分部估值来进行测算:

1) IGBT 业务: 对比扬杰科技、士兰微等成熟型企业, 森未目前还处于高速成长期, 对这类企业我们采用 PS 估值法, 目前体量较小, 费用、研发等投入较大, 我们给予 2022 年 PS 为 20 倍, 对应 2022 年市值约 36 亿元。

2) 其他业务: 公司建筑业占比大, 因此我们选取 4 家建筑国企作为可比公司, 从行业中位数来看, 2022-2024 年的 PE 分别为 15.73、13.10、11.29 倍。目前在手订单充裕, 订单/收入比例处于同业较高水平, 同时智慧城市高毛利业务未来有望占比提升, 给予公司 2022 年 PE 为 15.73 倍, 对应 2022 年市值约 32 亿元。

综上, 预计 2022 年公司目标市值约 68 亿元, 对应目标价为 19.32 元/股。



表 8: A 股市场可比公司估值 (截至 8 月 19 日收盘数据)

公司	PE (倍)		
	2022E	2023E	2024E
粤水电	23.68	19.24	15.36
东华科技	17.76	14.60	12.72
宏润建设	13.70	11.60	9.87
浦东建设	9.67	8.12	7.00
中位数	15.73	13.10	11.29

资料来源: iFind、招商证券

注: 可比公司 2022-2024 年 PE 为 iFind 一致预期

## 五、投资建议

公司在手订单充裕, 支撑业绩稳定增长, 且依托主业优势, 拓展智慧城市等高毛利业务。公司通过收并购切入 IGBT 高景气领域, 发展势头良好。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.58、0.73、0.94 元/股, 给予目标价 19.32 元/股, 首次覆盖给予“增持”评级。

## 六、风险提示

- 1、疫情持续扰动风险:** 2022 年国内多地疫情反复, 若疫情不断, 人员聚集与流动、材料运送将持续受限, 对公司施工进度和工期造成极大影响。
- 2、原材料价格上涨风险:** 由于原材料价格上涨, 2021 年公司建筑业毛利率较上年同期下降 1.65%, 如果未来原材料价格仍保持上涨趋势, 将对公司的盈利情况造成一定冲击。
- 3、应收款回款风险:** 公司大量业务是工程形式, 将产生大规模的应收款项, 且公司后续开展功率半导体业务, 用于投资建厂的资本开支将大幅增加, 若这些应收款无法及时回笼, 将会导致公司的可用资金有限, 正常周转受到影响。
- 4、收购标的企业效果未达预期风险:** 森未科技、芯未半导体主营业务与公司原主营业务属于不同的行业, 本次并购交易完成后, 公司将涉足全新的功率半导体领域。若森未科技未来经营状况未达预期, 将会对公司经营业绩产生不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	7857	10175	11759	13171	15285
现金	1722	2187	2367	2541	2646
交易性投资	366	214	214	214	214
应收票据	24	1	1	1	2
应收款项	789	1030	1198	1123	1387
其它应收款	1127	896	1062	1293	1570
存货	13	7	4	10	12
其他	3817	5840	6913	7989	9454
<b>非流动资产</b>	482	654	834	1078	1499
长期股权投资	109	175	193	212	233
固定资产	50	36	198	417	798
无形资产商誉	46	35	37	41	49
其他	277	407	407	407	419
<b>资产总计</b>	<b>8339</b>	<b>10828</b>	<b>12594</b>	<b>14248</b>	<b>16784</b>
<b>流动负债</b>	6311	8647	10110	11382	13427
短期借款	200	260	286	344	309
应付账款	3099	5152	5964	7214	8703
预收账款	33	174	201	243	294
其他	2979	3061	3658	3580	4122
<b>长期负债</b>	338	517	616	745	907
长期借款	329	496	594	721	882
其他	9	21	22	24	26
<b>负债合计</b>	<b>6649</b>	<b>9164</b>	<b>10726</b>	<b>12127</b>	<b>14335</b>
股本	352	352	352	352	352
资本公积金	950	900	900	900	900
留存收益	233	305	498	735	1042
少数股东权益	155	106	117	133	155
归属于母公司所有者权益	1535	1558	1751	1988	2295
<b>负债及权益合计</b>	<b>8339</b>	<b>10828</b>	<b>12594</b>	<b>14248</b>	<b>16784</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021
<b>经营活动现金流</b>	160	459
净利润	267	173
折旧摊销	30	31
财务费用	50	55
投资收益	(36)	(37)
营运资金变动	(144)	
其它	(6)	
<b>投资活动现金流</b>	(23)	
资本支出	(13)	
其他投资	(10)	
<b>筹资活动现金流</b>	503	
借款变动	310	
普通股增加	41	
资本公积增加	221	
股利分配	0	
其他	(69)	
<b>现金净增加额</b>	640	

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	5533	6612	7839	9543	11583
营业成本	4960	6077	7035	8510	10266
营业税金及附加	19	22	26	32	39
营业费用	84	100	157	239	313
管理费用	105	111	172	239	324
研发费用	7	12	94	134	266
财务费用	26	21	38	43	52
资产减值损失	(33)	(74)	(72)	(55)	(10)
公允价值变动收益	8	5	5	6	4
其他收益	3	5	3	5	6
投资收益	36	37	29	32	87
<b>营业利润</b>	347	240	282	336	410
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	0	7	8	9	11
<b>利润总额</b>	348	235	275	327	400
所得税	80	62	61	53	47
少数股东损益	27	10	11	16	21
<b>归属于母公司净利润</b>	241	163	203	258	332

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	67%	19%	19%	22%	21%
营业利润	142%	-31%	17%	19%	22%
归母净利润	130%	-32%	24%	27%	29%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.4%	8.1%	10.3%	10.8%	11.4%
净利率	4.4%	2.5%	2.6%	2.7%	2.9%
ROE	18.9%	10.6%	12.3%	13.8%	15.5%
ROIC	12.5%	6.7%	8.4%	9.8%	10.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	79.7%	84.6%	85.2%	85.1%	85.4%
净负债比率	11.3%	10.3%	8.6%	8.9%	8.3%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	7.0	601.6	1328.2	1280.4	966.8
应收账款周转率	4.9	7.2	7.0	8.2	9.2
应付账款周转率	2.1	1.5	1.3	1.3	1.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.68	0.46	0.58	0.73	0.94
每股经营净现金	0.45	1.30	1.37	1.09	1.76
每股净资产	4.36	4.42	4.97	5.64	6.51
每股股利	0.12	0.03	0.06	0.07	0.09
<b>估值比率</b>					
PE	21.4	31.6	25.4	20.0	15.5
PB	3.4	3.3	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	35.9	49.5	42.7	34.2	26.6

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

**唐笑：**12年证券从业研究经验，曾任职于广发证券、天风证券担任建筑行业首席分析师，2021年加入招商证券，现为建筑和钢铁首席分析师。

**岳恒宇：**CPA非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，7年建筑工程行业研究经验，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

**贾宏坤：**CFA，FRM，同济大学工学硕士，曾就职于天风证券，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。