

电气设备

2016年12月23日

# 红相电力 (300427)

## —— 受益配网、轨交、军工景气 多行业协同发展

报告原因：有信息公布需要点评

### 买入 (维持)

#### 投资要点：

#### 市场数据： 2016年12月23日

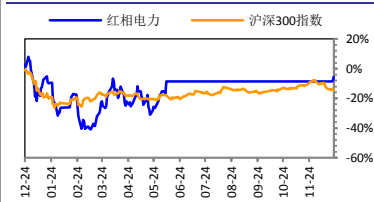
收盘价(元)	22.59
一年内最高/最低(元)	81.02/16.1
市净率	11.4
息率(分红/股价)	0.84
流通A股市值(百万元)	1990
上证指数/深证成指	3110.15/10199.86

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

#### 基础数据： 2016年09月30日

每股净资产(元)	1.98
资产负债率%	12.73
总股本/流通A股(百万)	284/88
流通B股/H股(百万)	-/-

#### 一年内股价与大盘对比走势：



#### 相关研究

无

#### 证券分析师

刘晓宁 A0230511120002

liuxn@swsresearch.com

叶旭晨 A0230515030001

yexc@swsresearch.com

韩启明 A0230516080005

hanqm@swsresearch.com

#### 研究支持

王璐 A0230516080007

wanglu@swsresearch.com

郑嘉伟 A0230116110002

zhengjw@swsresearch.com

#### 联系人

郑嘉伟

(8621)23297818x7387

zhengjw@swsresearch.com

- 公司是检测监测领域的市场龙头，受益配电网行业高景气度趋势向上。公司是检测监测领域龙头，电网领域市场地位巩固，未来受益坚强智能电网政策业务有望持续增长；公司在15年下半年通过外延并购进入配电自动化市场，有望充分受益配电网市场高景气度；公司研发技术强应用范围广，公司有望逐步将检测监测产品从电网复制至电厂、轨道交通、军工、石化、冶金等多个领域，检测监测业务未来市场空间广阔。
- 11.7亿收购银川卧龙100%切入轨交领域，有望打造轨交用电领域业务协同。银川卧龙是国内最早进入电气化铁路市场的牵引变压器生产厂家之一，目前市场占有率第一，17-19年承诺利润0.9、1.06、1.2亿元。站用牵引变电站行业目前每年市场空间约为12-20亿，银川卧龙目前市场占有率大约为40%；公司积极扩充新产品线提升盈利能力，募投项目车载变压器有望实现国产替代打开更大市场空间。协同角度，银川变压器在西北地区有强大的渠道积累，在销售环节对接设计院以及采购商，而在售后服务领域对接的服务机构未来将成为检测监测业务的市场开发重点，未来红相电力有望从地域、行业两方面受益银川卧龙的渠道优势。
- 5.23亿收购星波通信67.54%，强势介入军工领域。公司本次收购的军工标的星波通信在国内军工微波通信行业具有较高知名度，处于民营军工企业一流地位，专业从事射频/微波器件及系统研发、生产及服务，产品应用于机载、弹载、舰载、星载领域，定型产品进入爆发期，有望受益军工行业高景气。承诺业绩17-19年：4300、5160、6192万元。协同方面，借助星波渠道公司监测检测业务有望打开军工领域订单，借助星波硬件研发实力开发新的电磁波红外检测巡检产品。
- 盈利预测与估值：考虑增发，我们调整盈利预测（16年下调，17年上调，18年首次），预计公司16-18年备考归母净利润分别为92.3、232.6、298.9百万元（上调前16-17年为142、215百万元），对应EPS分别为0.33、0.66、0.85元/股（上调前16-17年为1.60、2.42元）。此次红相电力以及标的上市公司高管团队全面参与增发，增发价格16.87元，彰显对方案完成后公司协同发展信心。目前价格对应17年约34倍，公司受益配网、轨交、军工多行业景气爆发，产业协同有望带动业绩超预期，维持“买入”评级。

#### 财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	305	200	458	1,398	1,802
同比增长率(%)	14.07	48.83	50.04	205.24	28.90
净利润(百万元)	71	14	92	233	299
同比增长率(%)	25.98	19.41	29.69	153.26	28.33
每股收益(元/股)	0.80	0.05	0.33	0.66	0.85
毛利率(%)	50.1	46.6	45.2	35.9	37.4
ROE(%)	12.6	2.5	14.1	7.7	9.0
市盈率	28		69	34	27

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

# 投资案件

## 投资评级与估值

公司是检测监测领域的市场龙头，本轮增发完成后，公司围绕电力检测监测主业形成三大业务板块，新增轨交电气与军工电子业务。我们认为公司并入浙江涵普拓宽了产品线与业务实力，而此次并入银川变压器则大幅拓宽了电力行业渠道，未来在电力主业方面有望实现高速增长。同时公司军工布局已经开启，未来持续外延大有可为。

**盈利预测与评级：**考虑增发，我们调整盈利预测（16年下调，17年上调，18年首次），预计公司16-18年备考归母净利润分别为92.3、232.6、298.9百万元（上调前16-17年为142、215百万元），对应EPS分别为0.33、0.66、0.85元/股（上调前16-17年为1.60、2.42元）。此次红相电力以及标的上市公司高管团队全面参与增发，增发价格16.87元，彰显对方案完成后公司协同发展信心。目前价格对应17年约34倍，公司受益配网、轨交、军工多行业景气爆发，产业协同有望带动业绩超预期，维持“买入”评级。

## 关键假设点

配变电与检测监测业务受益渠道扩张，三年业绩复合增长率35%以上；

银川卧龙受益轨交投资，三年业绩复合增长率25%以上；

星波通信产品定型与销售双爆发，三年业绩复合增长率35%以上。

## 有别于大众的认识

**1、市场可能对银川卧龙的爆发力认识不足。**公司市场可能认为，银川变压器05年被卧龙电气收购，从破产边缘通过深耕轨交领域做到7000万净利润规模，未来增长潜力有限，公司收购银川卧龙效果只能是有限的业绩增厚。但实际上，公司本次配套融资募投项目“车载牵引变压器”已经完成了产品试验，车载牵引变市场空间是站载产品4倍以上且目前100%被国外厂商垄断毛利较高，我们认为在几年之内通过车载国产替代有望再造一个银川卧龙。

**2、市场可能对公司新增军工业务的体量有疑虑。**市场可能认为，公司收购星波通信，从业绩承诺来看，贡献占比不大（17年预计利润贡献占比10-15%）。但实际上，星波通信15-16年产品定型与销售已经开始爆发式增长，星波高管本次全面参与公司增发，预计未来业绩大概率持续超预期。同时公司未来在继续收购星波剩余股份的基础上有望继续军工扩张，军工板块未来将成为公司未来增长的重要支柱。

**3、市场可能对公司主业增长形势存在预期差。**市场可能简单的认为公司传统配变电与检测监测业务与电网投资高度相关，增速有限；但我们认为公司基于两方面原因能够超越行业：1、电网投资结构有望向配网领域转移，随着后续投资逐渐落地公司显著受益；2、收购标的贡献渠道协同，打开轨交领域电力后市场服务空间，我们预计公司能够实现传统主业30%以上增长。

## 股价表现的催化剂

三领域渠道协同快速体现；公司外延并购进程超预期

## 核心假设风险

状态检测、监测产品的订单确认低于预期；

## 目录

---

<b>1. 电力检测监测龙头 资本市场新贵 .....</b>	<b>5</b>
1.1 检测监测领导者 三阶段发展巩固行业地位.....	5
1.2 业绩稳健增长 毛利率逐步提升 .....	6
1.3 电力检测、监测龙头 受益电网资产规模提升 .....	7
1.4 增资控股涵普电力 受益配电网领域趋势向上.....	10
<b>2. 收购银川卧龙 布局轨道交通协同效应明显.....</b>	<b>11</b>
2.1 牵引变压器龙头 “十三五”铁路规划市场空间巨大.....	11
2.2 市场占有率和技术水平占优 收购协同效应显著 .....	12
<b>3.收购星波通信 挺进军工电子领域.....</b>	<b>15</b>
3.1 国防军工投入加大 微波市场需求巨大 .....	16
3.2 星波通信军工背景强大 军民融合效应显著 .....	18
<b>4.盈利预测与估值 .....</b>	<b>21</b>

## 图表目录

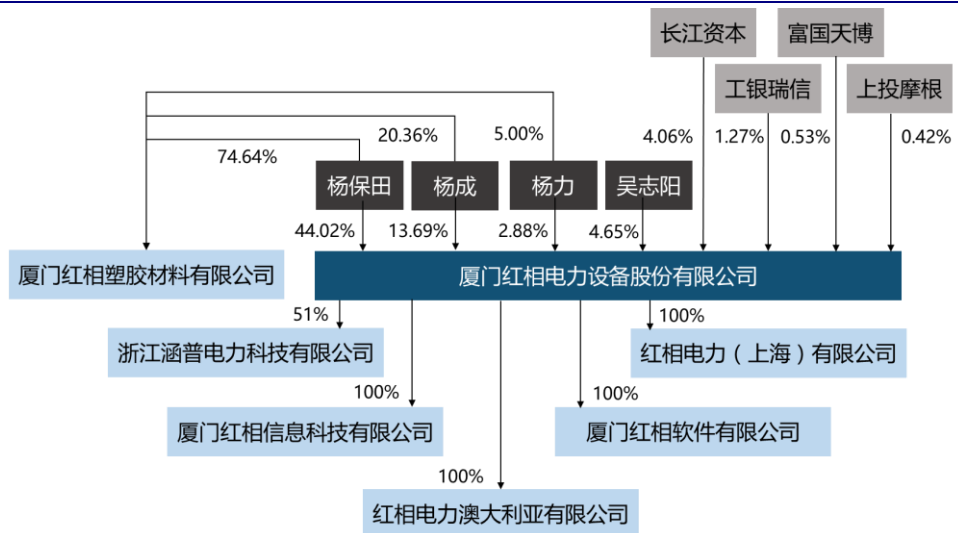
图 1: 公司股权结构图 (截止 2016 年三季报) .....	5
图 2: 公司营收增速不俗 (百万元) .....	6
图 3: 公司归母净利润稳健增长 (百万元) .....	6
图 4: 公司各业务板块营业收入情况 (百万元) .....	7
图 5: 公司毛利率水平变动情况 .....	7
图 6: 公司状态检测、监测技术与产品发展示意图 .....	8
图 7: 公司面向电网公司提供的专业服务方案 .....	9
图 8: 公司收购前银川卧龙股权结构 .....	11
图 9: 收购银川卧龙的协同效应 .....	15
图 10: 公司收购前星波通信股权结构 .....	16
图 11: 我国历年中央公共财政国防支情况 .....	17
图 12: 微波产业模式 .....	17
图 13: 2014-2016Q3 公司营业及归母公司净利润 (万元) .....	19
图 14: 星波通信主要下游客户 .....	19
图 15: 公司三项主业形成紧密协同 .....	21
表 1: 电力设备状态检测、监测行业相关政策 .....	9
表 2: 未来三年我国铁路项目总里程及总投资 .....	11
表 3 公司主要产品及功能特点 .....	12
表 4 主要产品生产技术所处阶段 .....	14
表 5: 近期上市公司收购军工标的情况 .....	18
表 6: 同类收购可比军工标的业务比较 .....	18
表 7: 主要产品及功能简介 .....	19
表 8: 公司主营业务收入、毛利预测 .....	21
表 9: 公司分部净利润预测 .....	22
表 10: 相关公司估值表 .....	22
表 11: 利润表 .....	23

# 1. 电力检测监测龙头 资本市场新贵

## 1.1 检测监测领导者 三阶段发展巩固行业地位

**电力检测监测行业领导者。**公司是国内较早推广电力设备状态检测、监测产品的企业，自 2005 年成立时起即开始从事电力设备状态检测、监测产品的销售和技术服务业务。公司第一大股东为董事长杨保田（44.02%），第二大股东为董事长杨成（13.69%），实际控制人为杨保田和杨成。公司拥有澳洲红相、上海红相、红相软件、红相信息四家子公司，并于 2015 年 10 月收购涵普电力 51% 股权，在技术研发、客户资源等方面与涵普电力产生较强的协同效应。近年来公司不断向研发、技术、生产和软件领域推进，从而逐步发展成为一家以市场与研发为导向的企业。目前，公司已经在营销、技术、研发、产品、品牌以及人才等方面具备了相当强的市场竞争优势，并能对市场需求的变化做出快速反应。

图 1：公司股权结构图（截止 2016 年三季度）



资料来源：Wind，申万宏源研究

公司成立至今经历了三个阶段的连环升级，形成了独特的竞争优势：

**第一阶段：渠道建设。**公司成立初期，澳洲红相是公司电力设备状态检测、监测产品的供应商，而公司实际控制人控制的上海红相是公司电能表的供应商。公司在发展初期主要精力放在国内市场的拓展上，并成立技术研究所以便更好地满足客户需求。

**第二阶段：产业链整合：收购澳洲红相和上海红相，实现生产、设计、销售产业链一体化。**2008 年收购澳洲红相和上海红相后，公司整合了上述两家公司在电力设备状态检测、监测产品和电能表方面的生产能力，形成了上海、厦门、澳洲 3 个生产基地。同时，公司组建了研发中心，将澳洲红相和上海红相的研发资源纳入到公司整体的研发体系中来。通过上述发展，公司进一步向价值链的上游延伸，实现电力设备状态检测、监测产品和电能表的研发、生产和销售一体化。

**第三阶段：抓住历史机遇，立足优势产品。**2009年，国家电网公司提出了坚强智能电网建设的战略规划，并开始启动输变电设备状态检修试点工作，这为电力设备状态检测、监测行业发展带来了巨大的机遇，与此同时，国家电网公司对电能表开始实施“集中规模统一招标”的采购模式。在此背景下，公司主动适应外部环境的变化，立足自己的优势产品，突出发展重点，将电力设备状态检测、监测产品作为未来业务发展的重点方向，同时继续保持电能表中公司具有竞争优势的0.2S级电子式多功能电能表的销售规模，并对其他电子式电能表采取跟踪策略。

## 1.2 业绩稳健增长 毛利率逐步提升

**公司过去三年营收保持稳健增长。**公司2013、2014、2015和2016H1年的营收分别为2.42亿元、2.68亿元、3.05亿元和1.54亿元。公司的核心产品包括电力设备状态检测监测产品、电能表及用电管理系统和配网终端产品，2016年上半年分别贡献总营收的44%、44%和23%。

**公司主要销售区域是中国大陆地区，2015年占总营收的95%，其中超过88%的营收来自西南、华东、华南和华北四个地区。**公司充分利用现有的营销网络集中力量加强了在上述四个区域的市场开拓力度，取得较好的销售业绩。未来随着公司新业务板块的发展，以及资金实力的增强，我们认为公司有望利用现有渠道优势扩充产品类别，打开新的增长空间。

图 2：公司营收增速不俗（百万元）

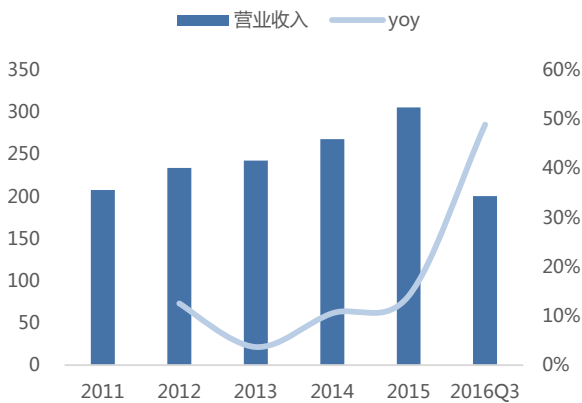
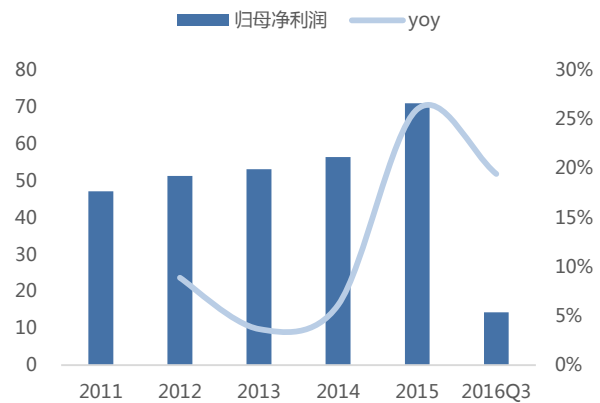


图 3：公司归母净利润稳健增长（百万元）

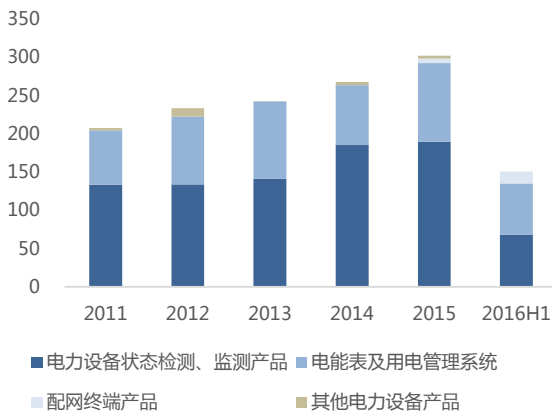


资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

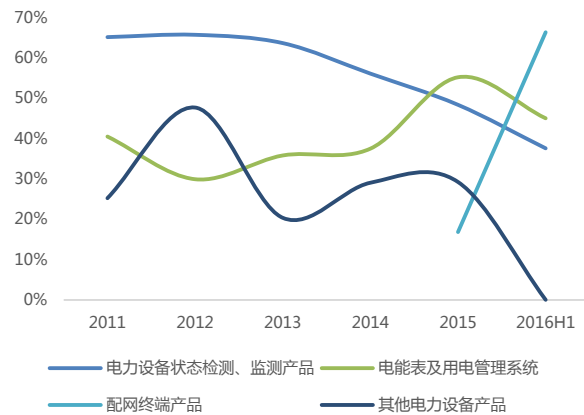
**公司过去三年利润保持稳健增长。**公司2013、2014、2015和2016H1年的毛利分别为1.26亿元、1.34亿元、1.53亿元和0.67亿元。公司的核心产品包括电力设备状态检测监测产品、电能表及用电管理系统和配网终端产品，2016H1年分别贡献毛利的39%、46%和16%。其中电能表及用电管理系统自2013年开始毛利率稳步增长，目前已成为公司毛利贡献最大的业务板块。2015年新组建的配网终端产品业务发展迅速，在2016H1年毛利率高达66%，居各业务板块之首，有望成为新的利润增长点。

图 4：公司各业务板块营业收入情况（百万元）



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 5：公司毛利率水平变动情况



资料来源：公司年报，申万宏源研究

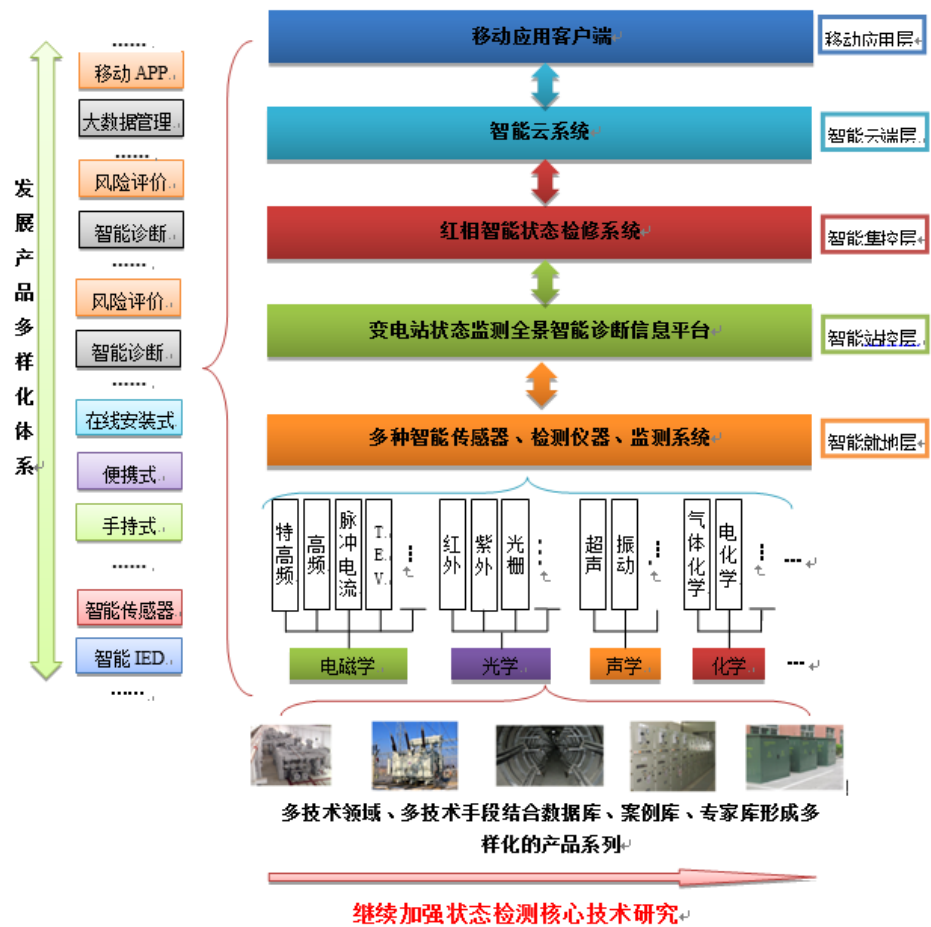
### 1.3 电力检测、监测龙头 受益电网资产规模提升

公司主要从事电力设备状态检测、监测产品和电能表的研发、生产和销售，并提供相关技术服务。公司主要产品包括电力设备状态检测、监测产品和电能表两大类。其中，电力设备状态检测、监测产品主要包括一次设备状态检测、监测产品和计量装置检测、监测产品；电能表主要为三相电子式电能表，并以 0.2S 级电子式多功能电能表为主。上述产品广泛应用于发电、输电、变电、配电及用电各个环节，是保障电网安全、稳定、可靠运行和电能计量准确性的重要设备，也是建设智能电网和实施状态检修的重要设备。公司客户以国家电网公司和南方电网公司及其下属成员企业为主，同时还包括发电企业、电气化铁路、石油、化工、冶金等具有内部电网管理需求的企业。

国内电力设备状态检测、监测市场是新兴市场。在我国，电力设备状态检测、监测行业属于近几年发展起来的新兴行业。随着状态检修方式的全面推行以及智能电网建设的全面启动，电力设备状态检测、监测行业逐步进入成长阶段。同时，该行业目前尚处于成长初期，行业毛利率水平较高，竞争呈现出国外品牌代理商较多，具备自主生产能力的国内生产厂家相对较少的特点。公司进入细分领域多年，抢占细分行业发展先机。

公司在电力设备状态检测、检测领域发力早、深耕久，具有核心竞争力。公司是国内较早推广电力设备状态检测、监测产品的企业。在国内电力行业客户对状态检测、监测尚缺乏认识、行业整体上处于萌芽阶段的时候，公司即依托澳洲红相在电力设备状态检测、监测行业三十多年的技术和经验积累，在中国市场开展大量的技术宣传，并大力推广电力设备状态检测、监测产品的应用，从而对国内电力设备状态检测、监测行业的发展做出了贡献。在电网领域，公司已经形成显著的技术优势，渠道优势，积累了丰富的数据库、案例库，公司核心竞争力进一步提升。

图 6：公司状态检测、监测技术与产品发展示意图



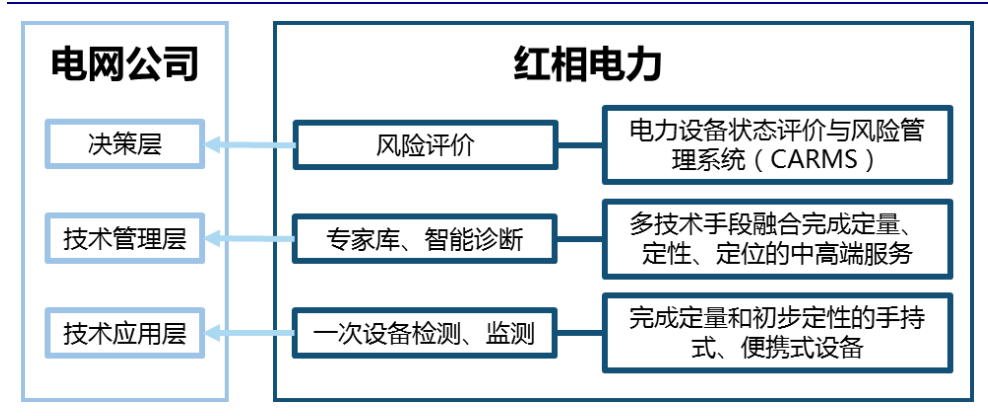
资料来源：公司资料，申万宏源研究

公司拥有多种组态的电力设备状态检测、监测产品。公司经过多年发展，掌握了电磁学、光学、声学、化学等多技术领域涵盖的多技术手段，开发了多种组态的系列应用产品。公司在整合多种分析技术能力上位于市场前列，其中红外和局放能力最强。公司的监测对象主要包括电力一次设备和电能计量装置两大类。根据两网公司的公开资料，公司的配电网检测、监测产品份额占比排名第一，产品主要包括变压器、电缆、开关、GIS 等设备检测产品，所有产品在两网中标的比率基本维持在 17% 上下。我们认为公司可以凭借自身在状态检测、监测上的专业能力，为客户提供更多高技术附加值服务，为客户提供用户需求综合管理的一揽子方案。

公司的核心技术之一是检测数据管理及应用技术。公司的局部放电数据管理及应用技术通过有效建立设备档案数据库及状态检测数据库，可以对状态检测数据进行专业的参数修正及分析管理，配合指导检修工作，为电力设备状态检修提供数据管理工具。



图 7：公司面向电网公司提供的专业服务方案



资料来源：公司资料，申万宏源研究

**政策落地，电网智能化及状态检测、监测迎来重大良机。**“十二五”以来，我国主要电力企业对应的电网工程建设完成投资不断提升，存量资产规模庞大，随着资产规模提升与年限增加，检测监测需求持续提升。同时根据国家能源局 2015 年下发的《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》配电网建设改造投资不低于 2 万亿元。2016 年国家电网规划投资 4390 亿元，随着相关政策的逐步落地，电网智能化领域也迎来高速发展期。

表 1：电力设备状态检测、监测行业相关政策

时间	主管单位	内容
2006 年	国务院	国务院颁布的《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006~2020）》中，将“超大规模输配电和电网安全保障”列为国家中长期的重点开发领域和优先主题，并要求“重点研究大容量远距离直流输电技术和特高压交流输电技术与装备，间歇式电源并网及输配技术，电能质量监测与控制技术，大规模互联电网的安全保障技术”等。
2007 年	电监会	电监会发布的《电力可靠性监督管理办法》指出，“发电企业、输电企业、供电企业以及从事电力生产的其他企业应当开展电力可靠性管理工作”；并重点提出了“电企业应当报送输变电设施可靠性信息，包括发电侧、电网侧输变电设施基本情况和运行情况”。
2010 年	国务院	国务院发布的《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》（国发〔2010〕32 号）中，智能电网行业属于国家重点发展的七大战略性新兴产业之一的新能源产业中的一个细分行业。该文件明确提出，要“加快适应新能源发展的智能电网及运行体系建设”。
2010 年	国家电网公司	2010 年，国家电网公司发布了《国家电网公司“十二五”电网智能化规划》。在该规划中，国家电网公司拟定了“十二五”期间发、输、变、配、用、调度及通信信息平台 7 大发展目标。
2011 年	南方电网公司	2011 年，南方电网公司发布了《2011 年输变电设备状态检修工作实施方案》。
2011 年	国务院	国务院发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，提出“适应大规模跨区输电和新能源发电并网的要求，加快现代电网体系建设，进一步扩大西电东送规模，完善区域主干电网，发展特高压等大容量、高效率、远距离先进输电技术，依托信息、控制和储能等先进技术，推进智能电网建设，切实加强城乡电网建设与改造，增强电网优化配置电力能力和供电可靠性”。
2011 年	国家发改委	国家发改委、科技部、工信部、商务部、知识产权局联合发布的《当前优先发展的高新技术产业化重点领域指南（2011 年度）》。

2011年	国家科技部	国家科技部发布的《“十二五”科学和技术发展规划》提出，重点发展大电网智能分析与安全稳定控制系统、输变电设备智能化等核心技术；加强科技条件资源的开发应用，将建立高精度和高稳定性的计量标准和标准物质体系，加强面向战略性新兴产业发展、民生改善以及其他重点领域的计量标准、计量方法与计量测试技术研究。
2011年	国家发改委	国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2011年版）》
2011年	工信部	工信部发布《关于做好工业领域电力需求侧管理工作的指导意见》（工产业政策[2011]第5号），要求工业企业应配备和使用节电技术和设备、产品以及合格的电力计量器具，促进节电技术进步。
2013年	国务院	国务院常务会议研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署加强城市基础设施建设。会议确定，将“加强城市配电网建设，推进电网智能化”列为六大重点任务之一。
2015年	国务院	《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发〔2015〕9号文）核心改革是有序向社会开放售电市场，鼓励社会资本投资参与售配电业务
2015年	国家发改委、财政部	《关于完善电力应急机制做好电力需求侧管理城市综合试点工作的通知》等电改配套文件，要求加强电力需求侧管理平台建设，发展电能服务业，引导用户实现用电在线监测。
2015年	国家能源局	国家能源局下发《配电网建设改造行动计划（2015-2020年）》，要求配电网建设改造投资不低于2万亿元。
2016年	国家电网公司	国家电网公司2016年工作会议的数据显示，国家电网2016年计划完成电网投资4390亿元用于电网建设。
2016年	南方电网公司	南方电网公司2016年工作会议的数据显示，南方电网计划固定资产投资960亿元用于电网建设。

资料来源：申万宏源研究

## 1.4 增资控股涵普电力 受益配电网领域趋势向上

**公司增资控股涵普电力，进入配电智能化市场。**公司在2015年以现金约5492.6万元增资涵普电力，并获其51%股权，同时在满足一定业绩条件的情况下承诺未来收购部分剩余股权。涵普电力设立于2007年，注册资本为500万美元，标的公司的主营业务为电测标准装置、配电智能产品和配电自动化终端产品的研发、设计、生产和销售及相关服务。

**收购实现优势互补，渠道资源共享。**涵普电力的主要客户为发电厂及电力仪器仪表生产厂商，在多年的生产经营过程中，涵普电力积累了较强的研发、设计、生产方面的技术，相关产品在行业内具备良好的口碑且在细分市场具有较高的市场占有率。公司在技术研发方面，与涵普电力在相关行业内多年形成的技术优势形成协同效应，加强技术交流和研发资源的共享；在客户资源方面，公司在涵普电力现有行业内分布广泛的客户基础上特别是发电厂客户开拓新的市场领域，涵普电力也能通过公司在国家电网公司、南方电网公司等电网系统企业客户拓展产品销售渠道。

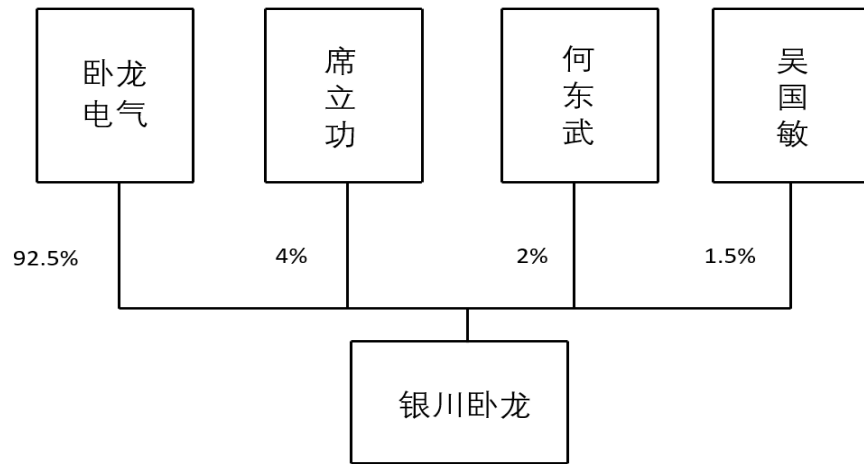
**增量配电网试点项目下发，带来增量投资空间。**2016年8月发改委、能源局下发《关于请报送增量配电业务试点项目的通知》，12月初正式确定105个项目，预计存量更新与资产新建总体带动投资规模在500-1000亿之间。能源局主导的增量配网投资打破原先固化的市场格局，投资、运营主体更加多元化，配网资产的质量也将于资产持有、运营者的投

资回报更加紧密相关。我们预计未来随着配网自动化、智能化趋势的延伸，公司智能配电产品需求将保持景气，同时电力设备检测、监测的需求也将保持高速增长。

## 2. 收购银川卧龙 布局轨道交通协同效应明显

公司拟以发行股份及支付现金的方式购买银川卧龙 100% 股权。公司近期公告收购银川卧龙 100% 股权，转让价格初步拟定为人民币 11.7 亿元。其中 92.5% 的股份将以 30% 现金支付和 70% 股份支付方式向卧龙电气收购，其余 7.5% 的股份将向席立功、何东武、吴国敏三位股东收购。银川卧龙主要从事铁路牵引变压器、电力变压器以及特种变压器和箱式变电站的研发、设计、生产和销售。其自主研发的高速铁路牵引变压器，已实现国产替代。

图 8: 公司收购前银川卧龙股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 2.1 牵引变压器龙头 “十三五” 铁路规划市场空间巨大

我国铁路投资有望保持增长，铁路牵引变压器需求强劲。截止 2015 年底，我国铁路里程已达 12 万公里，高速铁路里程 1.9 万公里。根据国家发改委最新发布的《中长期铁路网规划》及《铁路“十三五”发展规划征求意见稿》，到 2020 年，铁路网规模达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里。“十三五”期间全国新建铁路不低于 2.3 万公里，总投资不低于 2.8 万亿，铁路固定资产投资规模将达 3.5 至 3.8 万亿，比“十二五”期间增长 6%。未来五年铁路网建设空间巨大，牵引变压器产品需求。

表 2. 未来三年我国铁路项目总里程及总投资

	2016	2017	2018	合计
项目数	34	23	29	86
总里程（公里）	8,203	6,643	6,476	21,322
总投资（亿元）	7,403	4,946	6,994	19,343

资料来源：《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，申万宏源研究

“一带一路”战略为牵引变压器产品提供了境外发展机遇。2016年我国在印度尼西亚的高铁项目已开工，今后还将推进更多的海外铁路基础建设项目，如俄罗斯莫斯科-喀山高铁、美国西部快线、马来西亚-新加坡高铁、横跨南美洲大陆的两洋铁路、坦赞铁路等。“一带一路”等战略的发展为牵引变压器业务提供了境外发展的机会和广阔的市场空间。

## 2.2 市场占有率和技术水平占优 收购协同效应显著

银川卧龙是国内最早进入电气化铁路市场的牵引变压器生产厂家之一，目前市场占有率第一。目前行业每年市场空间大约12-20亿，银川卧龙目前市场占有率约为40%。公司产品已用于京沪线、京广线、大西线、陇海线、包兰线、武嘉线、胶济线等国内40多条铁路主干线上。银川卧龙与中铁建电气化局、中铁电气化局、中国铁路总公司、各铁路局及研究院等铁路规划、研究及建设单位建立了良好的合作关系，是铁道部牵引变压器科技创新的重要合作单位之一。

表3 公司主要产品及功能特点

产品类型	产品图片	主要用途及功能特点
铁路牵引变压器：		
110KV, V/V 接线牵引变压器		<p>主要用途：主要应用于电气化铁路及客专高速铁路牵引变电所，将110kV及220kV的三相交流电变换为两个27.5kV单相交流电，然后通过接触网向电力机车供电。</p> <p>主要特点：具有温升低、损耗低、噪音低、过负荷能力强、抗短路能力强。</p>
110KV, V/X 接线牵引变压器		<p>主要特点：免吊心结构等。</p>
220KV, V/V 接线牵引变压器		<p>主要特点：免吊心结构等。</p>
220KV, V/X 接线牵引变压器		<p>主要特点：免吊心结构等</p>

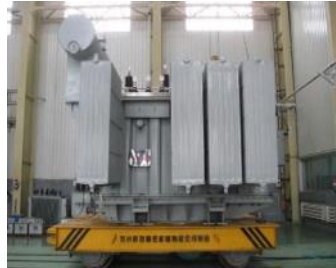
330kV 牵引变压器



主要用途：主要应用于电气化铁路及客专高速铁路牵引变电所，将330kV 的三相交流电转换为两个 27.5kV 单相交流电，然后通过接触网向电力机车供电。

主要特点：具有温升低、损耗低、噪音低、过负荷能力强、抗短路能力强、免吊心结构等特点。

自耦变压器



主要用途：自耦变压器是 AT 供电的专用变压器，一般沿牵引网每 10~20km 设一台，用以降低线路阻抗，提高网压水平及减少通信扰。

主要特点：阻抗小

电力变压器：

220kV 电力变压器



主要用途：主要应用于电力、电网输变电用主变压器、大型企业变电站。

主要特点：具有免维护、高可靠性、高阻抗、低损耗、低噪声、低温升、低局放的性能等特点。

110kV 电力变压器



主要用途：主要应用于电力、电网输变电用主变压器、大型企业变电站。

主要特点：具有免维护、高可靠性、高阻抗、低损耗、低噪声、低温升、低局放的性能等特点。

35kV 电力变压器



主要用途：主要用于城乡工农业电网及各工矿企业输配电工程。

主要特点：具有性能稳定、可靠性高、结构紧凑、外形美观、节能降耗、免吊芯、免维护、免检修的特点。

10kV 电力变压器



主要用途：主要用于城乡工农业电网及各工矿企业输配电工程。

主要特点：具有性能稳定、可靠性高、结构紧凑、外形美观、节能降耗、免吊芯、免维护、免检修的特点。

资料来源：公司公告、申万宏源研究

电气化铁路牵引变压器系统技术壁垒高，银川卧龙拥有多项相关专利。电气化铁路变压器对于安全性，可靠性有极高的要求。公司的铁路牵引变压器覆盖了我国电气化铁路供电使用的 110kV~330kV 全电压等级，并且取得了各铁路局的运行业绩证明。同时，银川卧龙注重新产品研究开发，目前拥有 11 项发明专利，62 项实用新型专利，核心技术都处于成熟期并用于产品生产，近两年来核心技术人员稳定。

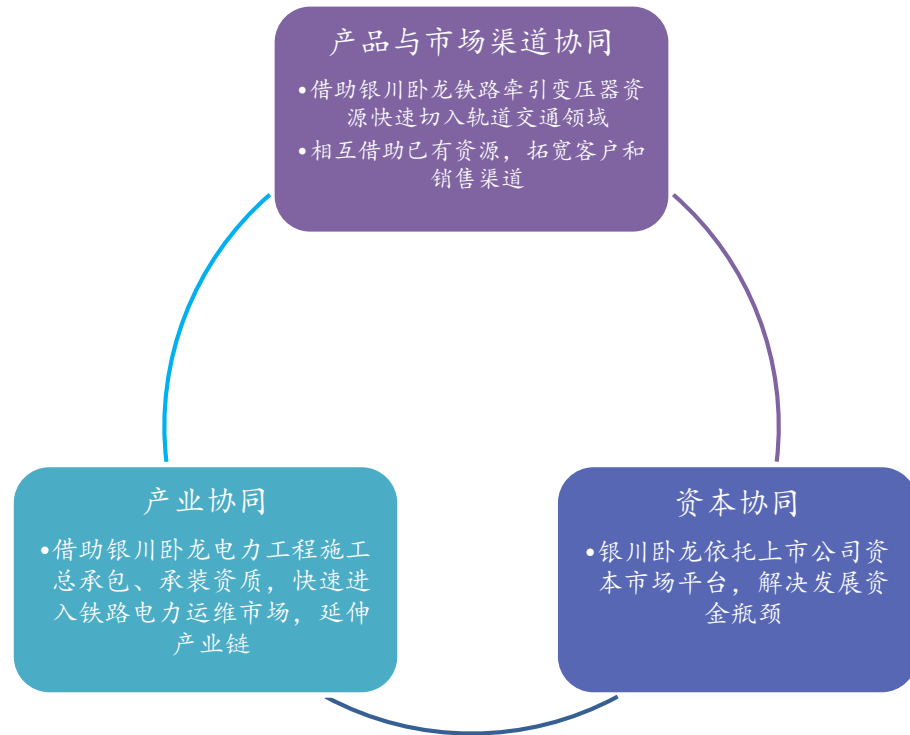
表 4 主要产品生产技术所处阶段

序号	产品名称	所处阶段
1	电力变压器	大批量生产阶段
2	电炉变压器	大批量生产阶段
3	AT 供电专用自耦牵引变压器	大批量生产阶段
4	V/X 接线牵引变压器	大批量生产阶段
5	V/V 接线牵引变压器	大批量生产阶段
6	YNA 平衡牵引变压器	大批量生产阶段
7	卷铁心自耦牵引变压器	样机试制已挂网运行, 产品供货
8	卷铁心 V/X 接线牵引变压器	小批量生产阶段
9	车载牵引变压器	研究试制阶段
10	柱上变压器	研究试制阶段

资料来源：公司公告、申万宏源研究

**收购带来利润增厚，协同效应值得期待。**收购完成后，部分募集配套资金将用于车载牵引变压器产业化项目、高速铁路节能型牵引变压器产业化项目和超高压变压器工程研究中心建设项目。银川卧龙承诺 2017-2019 年实现净利润分别不低于 9,000 万元、10,600 万元、12,000 万元，三年实现累计净利润不低于 31,600 万元人民币，将为上市公司带来可观的利润增厚。协同方面，此次收购有利于公司在轨道交通领域的快速切入，优势互补，充分利用银川卧龙在轨道交通，铁路和电力行业的渠道，发挥双方在产品与市场渠道、产业以及资本方面的协同效应，提升公司价值，增强公司的抗风险能力，增强盈利能力的可持续性和稳定性。银川卧龙也可充分依托上市公司资本平台，有效的解决制约发展的资金瓶颈。

图 9：收购银川卧龙的协同效应

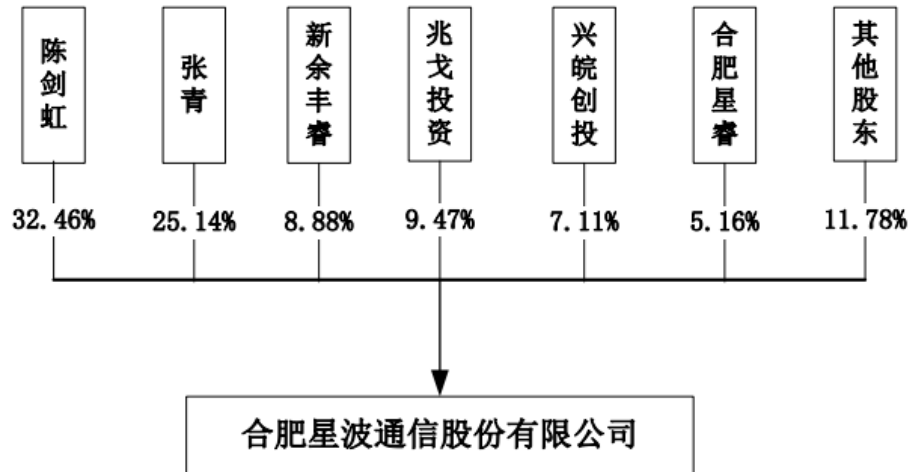


资料来源：公司公告、申万宏源研究

### 3. 收购星波通信 挺进军工电子领域

收购星波通信，公司成功布局军工电子业务。本次公司拟以发行股份及支付现金相结合的方式收购张青等 24 名星波通信股东合计持有的合肥星波通信股份有限公司 67.54% 的股份，支付总对价 5.23 亿元，其中现金对价 1.74 亿元，股份对价 3.48 亿元。同时公司拟以配套募集资金投资 6,486 万元用于微波毫米波技术中心及环境试验与测试中心的建设项目，通过提高研发能力，增强军工通信业务的竞争优势，有望进一步提高公司盈利能力。星波通信股东承诺星波通信 2017 年-2019 年业绩分别为 4,300 万元、5,160 万元、6,192 万元，三年复合增长率 20%。

图 10：公司收购前星波通信股权结构



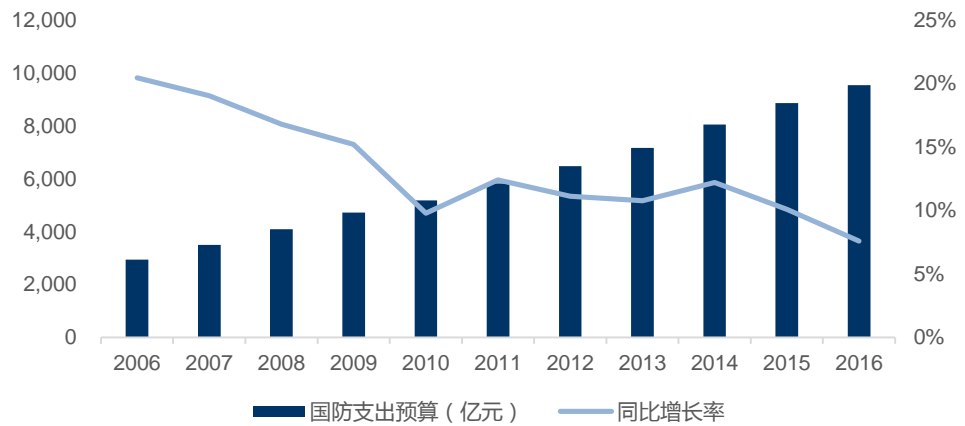
资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.1 国防军工投入加大 微波市场需求巨大

微波通信器件的下游军工市场需求大，行业进入壁垒高。随着我国经济的迅速发展和国际格局的逐步演变，我国面临的国际与周边环境日趋复杂，为维护国家安全和国家利益，我国国防投入不断增加，2006-2015年，我国中央公共财政国防支出从2,947.34亿元增加至8,868.50亿元。国防信息化、现代化的建设及电子对抗在现代战争中角色不断提升，雷达、军工通信及电子对抗系统市场前景广阔，相关配套厂商面临良好的发展机遇。同时军用微波通信整机产品向便携化、小型化、多功能化的方向发展，国防军事领域的更新换代为微波混合集成电路提供了广阔的市场空间。军用微波通信器件系微波信号接收、发送和处理的电子器件，是微波通信产品系统中的关键器件，包括天线、滤波器、谐振器、双工器、巴伦等基础功能器件和通过集成化形成的具有多个基础功能的器件。军用微波通信器件主要用于卫星导航、军用雷达、无线通信、导弹制导等国防军工领域，军用应用领域的相关产品保持快速增长的趋势，微波通信器件的市场需求持续增加。军品市场具有先入为主的特点，出于维护国防军工体系的安全性、稳定性与完整性的考虑，一般情况下军方不会轻易更换产品，行业进入壁垒高，资质齐全和综合实力较强的厂商会形成明显的竞争优势。

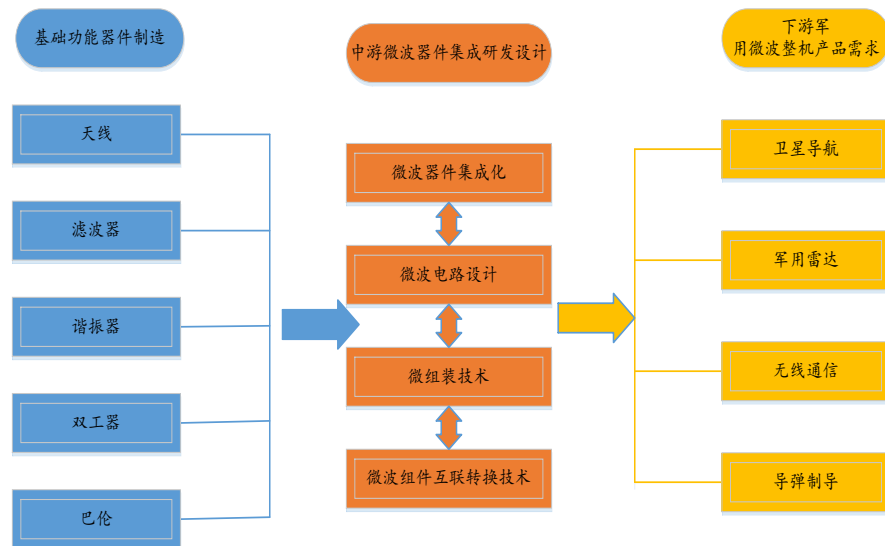


图 11：我国历年中央公共财政国防支情况



资料来源：财政部，申万宏源研究

图 12：微波产业模式



资料来源：公开资料，申万宏源研究

上市企业跨界军工渐成趋势，军工标的市场细化鲜明。2015 年来，传统民品企业通过收购陆续跨界军工领域，2015 年盛路通信收购南京恒电，2016 年方大化工收购成都创新达。目前国内大部分微波器件生产、加工设计厂家的军工客户侧重领域不同，产品应用方向不一，因此直接竞争关系较少，各自市场份额均有保障。星波通信、南京恒电和成都创新达都主要从事中游微波器件的集成研发设计，但各自侧重点又有所不同。南京恒电专注于微波混合集成电路相关技术在机载、舰载、弹载等多种武器平台上的应用；成都创新达以微波电路专业化设计、融合计算机辅助设计和仿真测试系统在机载、舰载、弹载等武器平台的应用为主营方向。星波通信专注于微波器件、部件及子系统在机载、弹载武器系统及多种微波通信系统的应用，为雷达、导航、电子对抗和通信系统提供配套，掌握微波混合集

成电路产品小型化、轻量化、模块化等核心技术；同时其业务还包括基础功能器件的制造与批量销售，业务范围相对较广。三家军工标的都在各自的细分市场中确立了领先优势。

表 5：近期上市公司收购军工标的情况

收购时间	收购方	收购标的	承诺净利润（万元）					股权收购比例	收购对价（亿元）	溢价率
			2015	2016	2017	2018	2019			
2015 年 9 月	盛路通信	南京恒电	5000	6000	7200			100%	7.5	1149.71%
2016 年 8 月	方大化工	成都创新达		5000	6000	7200		100%	6.75	494.80%
2016 年 11 月	红相电力	星波通信			4300	5160	6192	67.54%	5.23	537.07%

资料来源：公开信息，申万宏源研究

表 6：同类收购可比军工标的业务比较

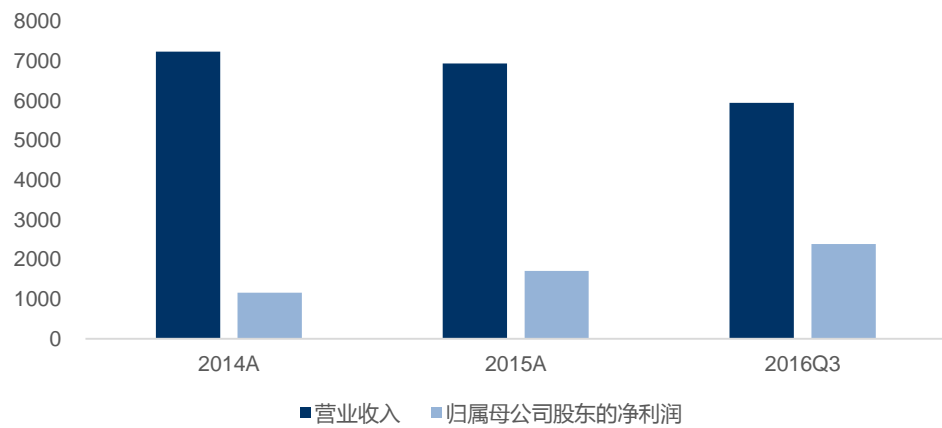
企业简称	主要产品	主营业务	竞争优势
南京恒电	单功能微波电路、多功能微波组件	微波混合集成电路相关技术在机载、舰载、弹载等多种武器平台上的应用	产品主要为定制产品，提供差异化服务；下游客户实力雄厚；上游原材料来源广泛；权威的资质认证
成都创新达	微波器件、微波组件、微波系统	微波电路专业化设计、融合计算机辅助设计和仿真测试系统在机载、舰载、弹载等武器平台的应用	掌握了微波高频组件设计等核心技术；采用电路计算机辅助设计技术，产品质量更加可靠；完善的质量保证体系
星波通信	微波器件、微波组件与子系统、微波混合集成电路	微波器件、部件及子系统在机载、弹载武器系统及多种微波通信系统的应用	掌握微波混合集成电路产品小型化、轻量化、模块化等方面技术；军工业务资质齐全；下游客户信用良好且实力较强

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.2 星波通信军工背景强大 军民融合效应显著

星波通信是民营军工一流企业，下游客户优质稳定。星波通信股份有限公司在国内军工微波通信行业具有较高知名度，处于民营军工企业一流地位，专业从事射频/微波器件、组件及子系统的研发、生产及相关技术服务，产品主要为微波器件、微波组件与子系统。星波通信营业状况良好，自 2014 年以来，归属母公司净利润保持增长。星波通信军工业务资质齐全，产品受到军工业内高度认可，先后通过了多项国家军用质量管理体系认证。星波通信拥有七十多台国际先进的微波及毫米波精密测试设备，能够独立承担产品研发和技术服务的硬件、软件工程技术人员占总体员工的 36.36%，软硬件实力强大，连续二年年度实际完成的军用微波产品产值为 5000 余万元。星波通信主要客户是国营军工研究院及企业，涉及航天科工集团、航天科技集团、航空科技集团、兵器工业集团、电子科技集团等，下游客户优质稳定。

图 13: 2014-2016Q3 公司营业及归母公司净利润 (万元)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 14: 星波通信主要下游客户



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 7: 主要产品及功能简介

产品类型	产品名称	产品图片	主要用途及功能特点
微波器件	射频微波滤波器产品		过滤或分离不同频率微波信号的一种器件, 其主要功能为对无线信号的接收、发射及频率变换、频率合成过程中所产生的无用频率分量及干扰进行压制, 从而实现对有用信号的选择。
	微波放大器		对微波信号进行放大, 频率范围最高达 40GHz, 具有内部频率响应均衡、宽带温度补偿等功能, 噪声系数低、增益平坦度好、增益温度稳定性好。

微波检测器



检测微波信号的幅度及其包络波形。

变频器



将一路输入信号分成两路或多路输出,或将两路或多路输入信号合成为一路输出(此时称为合路器)。

频率综合器



频率综合器为雷达或通信设备提供高稳定度、高频谱质量的发射激励信号、接收机及上变频器本振信号,并为系统提供高稳定的相参时基信号,是射频收发系统的核心部件。

微波组件及子系统

其他定制微波组件



通过多芯片微组装技术、微波信号互联技术、电磁兼容技术等集成化开发设计手段,向客户提供高性能、高可靠的多功能定制微波组件产品。

微波毫米波子系统



微波子系统包括接收机分系统、收发子系统、雷达目标信号模拟器、雷达目标信号干扰器、固态发射机设备、干扰对抗设备等。

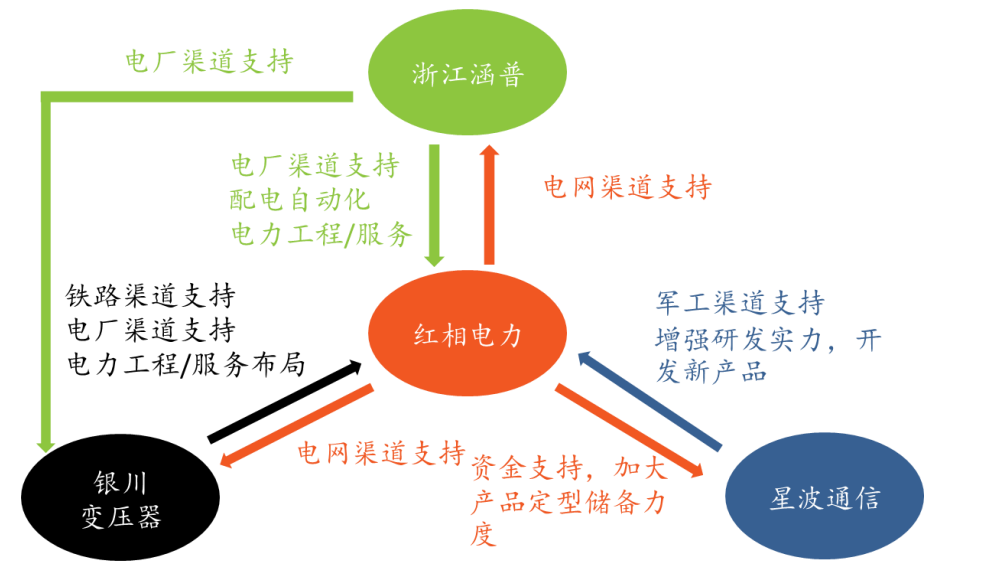
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**共享技术研发，促进军民融合。**《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》明确提出“推进军民深度融合发展”，要求“改革国防科研生产和武器装备采购体制机制，加快军工体系开放竞争和科技成果转化，引导优势民营企业进入军品科研生产和维修领域”。公司通过星波通信的微波毫米波技术中心及环境试验与测试中心的建设项目，实现公司业务向军工电子领域的快速切入，结合星波通信具备的行业经验、技术积累，强化公司在军工领域的业务布局，进一步提高公司持续盈利能力。公司与星波通信将共享技术研发体系，军用微波通信技术可以给电力设备状态检测、监测产品带来技术革新，实现在电力状态检测远距离高频、特高频检测技术和无线数据传输技术的结合，在缩短产品研发周期的同时进一步提升公司产品的可靠性、实用化和小型化，巩固公司检测监测领域的市场龙头地位。公司通过实施检测监测的民品市场和军用通信的军品市场多元化策略，促进军民融合，发挥协同效应，提升公司整体价值。

## 4.盈利预测与估值

公司是检测监测领域的市场龙头，本轮增发完成后，公司围绕电力检测监测主业形成三大业务板块，新增轨交电气与军工电子业务。我们认为公司并入浙江涵普拓宽了产品线与业务实力，而此次并入银川变压器则大幅拓宽了电力行业渠道，未来在电力主业方面有望实现高速增长。同时公司军工布局已经开启，未来持续外延大有可为。

图 15： 公司三项主业形成紧密协同



资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们预计配变电与检测监测业务未来依托渠道拓宽有望保持年 30%以上复合增速；轨交电气与军工电子业务，我们认为在完成高管持股后业绩具备超预期空间，保守预计复合增速在 20%-30%之间。

表 8： 公司主营业务收入、毛利预测

单位：百万元	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>233.5</b>	<b>242.1</b>	<b>267.6</b>	<b>305.3</b>	<b>458.0</b>	<b>1397.8</b>	<b>1801.8</b>
电力设备状态检测、监测产品	133.9	141.4	185.1	189.6	274.9	357.4	457.5
电能表及用电管理系统	88.5	100.6	78.4	102.6	143.7	165.2	206.5
配网终端产品(浙江涵普新增)				5.9	29.7	34.1	42.6
变压器(银变)						731.5	951.0
军工(星波)						100.4	135.5
其他电力设备产品	11.1	0.1	4.1	4.0	9.8	9.1	8.7
<b>毛利</b>	<b>119.7</b>	<b>126.0</b>	<b>134.3</b>	<b>153.1</b>	<b>207.1</b>	<b>502.5</b>	<b>674.8</b>
电力设备状态检测、监测产品	87.9	89.9	103.8	91.6	123.7	153.7	196.7
电能表及用电管理系统	26.4	36.0	29.4	56.6	66.1	69.4	88.8
配网终端产品(浙江涵普新增)				1.0	14.8	17.0	20.5
变压器(银变)				1.0	0.0	204.8	285.3
军工(星波)	5.3	0.0	1.2	1.2	0.0	55.2	81.3

其他电力设备产品

5.3

0.0

1.2

1.2

2.4

2.3

2.2

资料来源：申万宏源研究

考虑增发带来的业绩增厚与股本摊薄，我们预计 16-18 年公司备考营业收入分别为 4.58、13.98、18.02 亿元，备考归母净利润分别为 0.92、2.33、2.99 亿元，对应 EPS 分别为 0.33、0.66、0.85 元。采用分部估值法评估公司价值：

我们预计 16-18 年检测监测及智能配电业务贡献净利润 0.92 亿、1.14 亿与 1.43 亿。行业平均 17 年 35 倍，公司本次收购带来轨交、军工行业渠道协同，传统业务有望实现 30% 以上增长，大幅超越行业（10%-15% 左右），给予 17 年 40 倍估值，对应市值 51.3 亿。

变压器业务 16-18 年预计贡献备考净利润 7807 万、9023 万、1.17 亿，行业平均 17 倍，我们认为公司的轨道牵引变压器受益轨交行业景气盈利能力更优，同时未来有望在车载变压器领域打开成长空间，业绩超预期是大概率事件，给予 17 年 35 倍，对应 31.5 亿。

军工通信业务 16-18 年预计贡献备考净利润（按照 67.54% 权益比例）2161 万、2904 万、3921 万净利润。行业平均 17 年 37 倍，考虑到公司列装产品的大幅增加造成超预期空间，给予 17 年 60 倍，对应市值 17.4 亿。

综上我们认为增发后公司合理市值约为 100 亿，目前市值考虑增发约为 83 亿，市值仍有 20% 以上空间。我们看好公司在夯实主业的同时积极寻找新增长点，看好公司未来继续通过并购扩大规模并逐渐实现协同的发展路径，维持“买入”评级。

表 9：公司分部净利润预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
红相主体	56.31	70.94	80.00	99.20	124.00
浙江涵普(51%权益)	18.3	18.5	12.00	14.40	18.72
银川卧龙				90.23	117.30
星波通信				29.04	39.21
<b>备考净利润</b>			<b>92.30</b>	<b>232.87</b>	<b>299.23</b>

资料来源：申万宏源研究

表 10：相关公司估值表

子行业	证券代码	证券简称	收盘价	总市值	EPS (元)				PE			
			2016/12/22	(亿元)	2015	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
	002322.SZ	理工环科	22.71	91	0.35	0.47	0.64	0.79	65	48	36	29
检测监测与	600406.SH	国电南瑞	16.67	405	0.53	0.63	0.75	0.88	31	26	22	19
智能配网	002350.SZ	北京科锐	21.05	46	0.00	0.31	0.44	0.60	-	67	48	35
		行业平均							48	47	35	28

	600089.SH	特变电工	9.23	299	0.58	0.67	0.78	0.85	16	14	12	11
轨交电气	601877.SH	正泰电器	21.31	281	1.33	1.28	1.42	1.57	16	17	15	14
	<b>600517.SH</b>	<b>置信电气</b>	<b>10.39</b>	<b>141</b>	<b>0.33</b>	<b>0.38</b>	<b>0.45</b>	<b>0.52</b>	<b>31</b>	<b>27</b>	<b>23</b>	<b>20</b>
		行业平均							21	19	17	15
	002446.SZ	盛路通信	24.49	110	0.32	0.46	0.77	1.00	77	53	32	24
军工通信	000687.SZ	华讯方舟	16.46	125	-0.36	0.29	0.40	0.46	-46	56	42	36
		行业平均							15	55	37	30
	<b>300427.SZ</b>	<b>红相电力</b>	<b>22.03</b>	<b>63</b>	<b>0.83</b>	<b>0.33</b>	<b>0.66</b>	<b>0.85</b>	<b>27</b>	<b>67</b>	<b>33</b>	<b>26</b>

资料来源：Wind，申万宏源研究（粗体为申万宏源研究，其他为Wind一致预测）

表 11：利润表

单位（百万元）	2014	2015	2016	2017	2018
一、营业收入	268	305	458	1,398	1,802
二、营业总成本	206	238	358	1,124	1,436
其中：营业成本	133	152	251	895	1,127
营业税金及附加	3	2	3	8	11
销售费用	33	41	50	116	162
管理费用	32	39	50	95	132
财务费用	0	(1)	(3)	(3)	(6)
资产减值损失	4	4	7	13	11
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	3	5	4
三、营业利润	62	72	103	279	370
加：营业外收入	4	16	14	14	9
减：营业外支出	0	0	0	0	0
四、利润总额	66	88	117	293	379
减：所得税	10	12	17	43	56
五、净利润	56	76	100	250	323
少数股东损益	0	5	8	17	23
归属于母公司所有者的净利润	56	71	92.30	232.87	299.23
六、基本每股收益	0.85	0.83	0.33	0.66	0.85
全面摊薄每股收益	0.20	0.25	0.33	0.66	0.85

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。