

金冠电气 (300510)

配电强者快步向前，智能电网+新能源双线布局

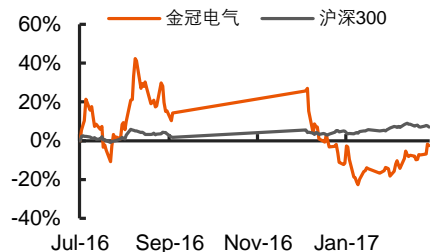
推荐 (首次)

现价: 34.85 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.jjgdq.cn
大股东/持股	徐海江/38.27%
实际控制人/持股	徐海江/%
总股本(百万股)	205
流通 A 股(百万股)	74
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	71.39
流通 A 股市值(亿元)	25.82
每股净资产(元)	3.47
资产负债率(%)	19.40

行情走势图



证券分析师

朱栋 投资咨询资格编号
S1060516080002
021-20661645
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

研究助理

张冀 一般从业资格编号
S1060116090035
ZHANGYAN641@PINGAN.COM.CN

皮秀 一般从业资格编号
S1060115060018
010-56800184
PIXIU809@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **配网强者稳健增长。**公司是一家集电气设备科研开发、生产制造、电气工程整体设计、整体施工、运行维护于一体的城市、社区供电解决方案提供商。2016 年公司营业收入同比增长 44.39%，达到 3.78 亿元；归属上市公司股东净利润 0.56 亿元，同比增长 12.63%。C-GIS 智能环网柜是公司拳头产品，近年来该产品收入占比保持在 55%左右，同比增速维持在 20%以上水平。公司立足东北、站稳华东策略稳步推进，传统主业持续稳健发展。
- **开关柜产品把握轨交机遇，公司迎来新增长周期：**公司轨道交通配套产品布局迎来收获期，2017 年公司中标长春地铁二号线一期工程，中标金额 1.02 亿元，助力轨道交通成为公司第二大市场。公司前期配套长春轻轨三期工程、长春地铁一号线一期工程顺利交付，公司产品品质在轨道交通领域应用获得认可；随着后续长春乃至全国轨道交通建设的稳步推进，公司作为具备历史供货业绩、品质获得认可的轨交配套供应商，直接受益轨交投资放量。
- **并购国网充电桩中标大户，民企份额排名首位：**南京能瑞具备智能电表、用电信息采集等业务丰富经验，公司凭借领先的计量模块、通信模块、控制模块自主化技术实力成为国家充电桩标准制定者之一。南京能瑞是 2016 年国网招标民企第一名，连续两年中标额超 6000 万。公司并购南京能瑞进军充电桩领域，随着国网充电桩建设稳步推进，能瑞将为公司打造第二增长极。
- **拟 14.76 亿并购鸿图隔膜，新能源汽车领域布局有望再下一城：**湿法涂覆隔膜是动力电池材料领域国产化率最低、技术壁垒最高、毛利率最高的产品，鸿图隔膜是国内首批量产高性能湿法涂覆隔膜的高科技企业。本次并购若成功将助力鸿图隔膜解决资金瓶颈，实现储备高端客户快速放量。鸿图隔膜开工率良品率均位居国内前列，预计年末实现产能 1.1 亿平米，公司产能将迎来快速扩张。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	262	378	1,091	1,311	1,577
YoY(%)	9.1	44.4	188.5	20.1	20.3
净利润(百万元)	50.0	56	176	200	225
YoY(%)	10.5	12.6	211.7	13.6	12.8
毛利率(%)	42.3	37.3	35.6	33.4	31.9
净利率(%)	19.1	14.9	16.1	15.2	14.3
ROE(%)	15.9	9.9	22.0	20.5	19.2
EPS(摊薄/元)	0.24	0.28	0.86	0.97	1.10
P/E(倍)	142.6	126.7	40.6	35.8	31.7
P/B(倍)	22.9	11.9	9.0	7.3	6.0

投资建议：预计公司母公司、南京能瑞传统业务处于平稳增长期，不考虑后续鸿图隔膜并购事项。2017-2019年上市公司归母净利润为1.76/2.00/2.25亿元，未计入后续增发配套融资资金情况下EPS为0.86/0.97/1.10元/股，对应PE为40.6/35.8/31.7倍。考虑到鸿图隔膜有望于年底完成收购，按鸿图隔膜17-19年净利润0.80/2.50/3.20亿元计，则17-19年上市公司归母净利润为1.76/4.50/5.45亿元，配套融资按现价34.85元计算，股本增厚至2.7亿股，EPS分别为0.65/1.67/2.02元，对应PE为53.6/20.9/17.2倍。鸿图隔膜扩张、技术储备下高开工率高良品率、储备三星/松下高端客户的快速放量将使鸿图隔膜业务实现翻倍增长；且公司充电桩业务形成“电池-车-桩”产业联动，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：宏观经济不及预期、轨交建设不及预期、新能源汽车推广不及预期。

正文目录

一、配电强者开拓轨交市场，智能电网+新能源双向布局	6
1.1 电网设备供应商积极转型，轨道交通、新能源汽车双管齐下	6
1.2 公司传统主业稳健增长，重研发拓高端市场	7
二、开拓轨交市场，传统业务爆发第二春	9
2.2 “十三五”配网投资翻倍，公司充分受益市场份额提升	11
2.3 成功进入轨交产业链，开拓新沃土	13
三、入主南京能瑞，借力充电桩切入新能源汽车产业链	15
3.1 新能源汽车产业爆发式增长，车桩比不足预示海量市场空间	16
3.2 充电桩民企龙头，强技术国网中标大户	18
四、预案收购辽源鸿图，布局湿法隔膜猛虎添翼	20
4.1 动力锂电皇冠明珠，湿法隔膜市场起飞	20
4.2 辽源鸿图品质领先，产能扩张扬帆起航	24
五、投资建议	27
六、风险提示	28

图表目录

图表 1	公司业务向轨道交通、新能源汽车业务转型渗透	6
图表 2	公司实际控制人徐海江先生持有公司 38.27% 股权	7
图表 3	环网柜产品为公司第一大产品,其中 C_GIS 智能环网柜 2016 年销收入占比 54.1%(单位:万元)	7
图表 4	公司 2016 年营业收入同比增长超过 40%	8
图表 5	公司近三年净利润稳步增长,2016 年同比增长约 20%	8
图表 6	公司研发费用占公司营业收入比例稳定在 5% 水平	8
图表 7	公司产品广泛应用于轨道交通等高端领域,并随中国电力建设出海	9
图表 8	公司主要产品为智能环网柜和智能高压开关柜	9
图表 9	公司智能环网柜产品	10
图表 10	公司智能开关柜产品	10
图表 11	C-GIS 环网柜为市场主流产品,固体绝缘环网柜为新型产品	10
图表 12	C-GIS 智能环网柜是公司拳头产品,占公司营业收入比例过半	11
图表 13	公司产品毛利率及综合毛利率稳定在 40% 水平	11
图表 14	我国电网投资完成额稳步提升	12
图表 15	十三五期间要求配网投资不低于 1.7 万亿,相比十二五 0.8 亿元投资额翻倍	12
图表 16	东北地区收入占比逐步下滑,公司市场走向全国	13
图表 17	华东地区已经成为公司第二大市场,2016 年华东地区营收超过 1.16 亿元	13
图表 18	2011 年至今我国轨道交通运营里程复合增速达 16.4%	14
图表 19	长春市快速轨道交通线网规划显示轨交市场空间巨大	15
图表 20	近三年来我国新能源汽车产业迎来爆发式增长	16
图表 21	我国新能源汽车产销量急剧增长,车桩比不足矛盾仍较为突出	16
图表 22	国家多部委发布政策促进充电基础设施发展	17
图表 23	国家电网加快建设充电设施步伐	17
图表 24	2016 年国网完成充电桩建设投资额 63.3 亿元,领先其他参与企业	18
图表 25	公司在电力设备领域具备多项发明专利,研发实力雄厚	18
图表 26	公司 2016 年成为国网充电桩招标民营企业第一	19
图表 27	能瑞充电桩业务保持高速增长,2016 年贡献收入达到 1.35 亿元	19
图表 28	公司充电桩建设以南京为核心,向全江苏地区拓展	20
图表 29	隔膜占锂电池材料成本比例约 20%	20
图表 30	2016 年我国动力电池出货量达到 30.5GWh,同比增长 80%	21
图表 31	采用湿法隔膜降低隔膜厚度是提高动力电池能量密度的主要方式之一	21
图表 32	截止 2017 年 5 月,三元动力电池占比达到 63.2%	22
图表 33	相比 2015 年,三元电池在纯电乘用车、纯电专用车领域均有显著提高	22
图表 34	湿法隔膜工艺示意图	23
图表 35	湿法工艺更容易控制厚度,孔隙率透气率较高	23

图表 36	2016 年中国锂电隔膜总产量 9.29 亿平米，同比增长 33.03%.....	24
图表 37	预计到 2020 年我国湿法隔膜产量将超过 15 亿平米，占比超过 60% (单位：亿平米)	24
图表 38	公司隔膜产品规格覆盖 5-25 微米多种型号，并提供不同孔隙率产品	25
图表 39	公司客户包括力神、江苏智航、骆驼集团等，并通过住友化学、三星 SDI 等客户认证	26
图表 40	公司隔膜出货量占国内市场份额约 2%	26
图表 41	公司湿法隔膜出货量占国内份额 4%，位列第 7.....	27
图表 42	公司产能利用率在以湿法隔膜为主要产品的隔膜企业中居前.....	27

一、 配电强者开拓轨交市场，智能电网+新能源双向布局

1.1 电网设备供应商积极转型，轨道交通、新能源汽车双管齐下

吉林省金冠电气股份有限公司成立于 2006 年 10 月，于 2016 年 5 月登陆深交所，是一家集电气设备科研开发、生产制造、电气工程整体设计、整体施工、运行维护于一体的城市、社区供电解决方案提供商。2016 年公司营业收入同比增长 44.39%，达到 3.78 亿元；归属上市公司股东的净利润 0.56 亿元，同比增长 12.63%，传统主业持续稳健发展。

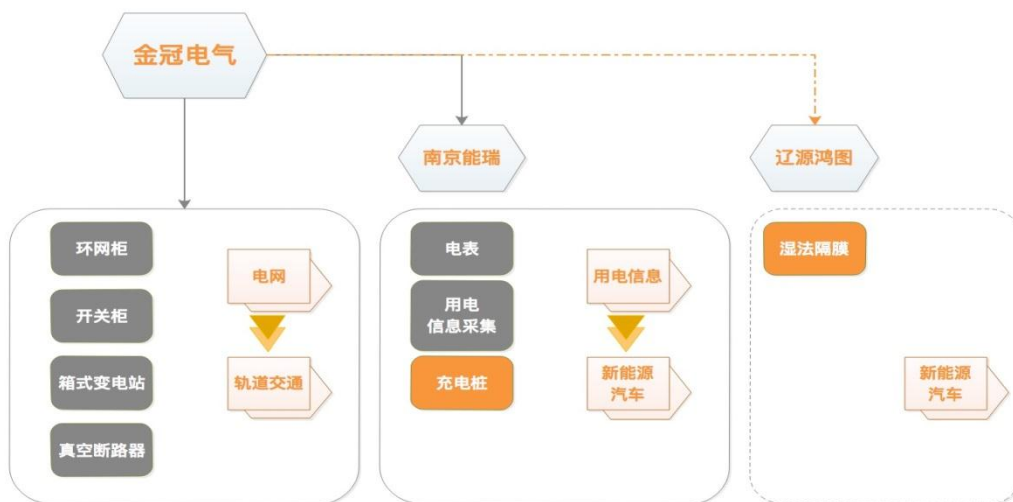
金冠电气在上市一年之际公司重组并购南京能瑞方案获得中国证监会核准批复，成功实现“智能电网+新能源”重要战略布局，为公司打造新的利润增长点。

公司在轨道交通领域业务拓展也取得显著进展，公司先后获得长春轨道交通轻轨三期工程、地铁一号线一期工程订单。2017 年 7 月 7 日，公司收到长春市地铁 2 号线一期工程开关柜、环控电控柜产品中标通知书，中标总金额 1.02 亿元，占公司 2016 年营业收入 27.05%。此次中标再次显示公司产品已经获得地铁应用认可，为以后投标东三省乃至全国新增轨交项目提供背书。

2017 年 6 月 16 日，公司发布预案拟收购鸿图隔膜；本次收购是公司转型切入新能源汽车领域的又一次延伸。湿法隔膜是动力锂电四大核心材料中技术壁垒最高、国产化率最低的材料种类，鸿图隔膜是国内最早开展湿法隔膜国产化替代的领先者；此次收购将助力公司更加接近新能源汽车产业核心的动力电池领域。

未来公司将以电力设备、充电桩、隔膜三大产品为核心，围绕电网、轨交、新能源汽车三大业务领域，打造“智能电网+新能源”两只翅膀，助力公司业绩腾飞。

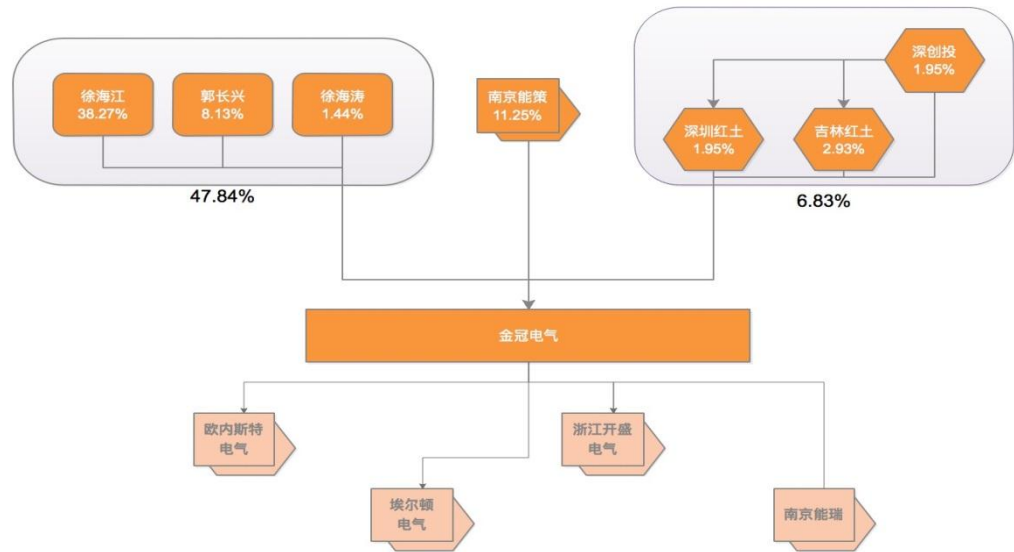
图表1 公司业务向轨道交通、新能源汽车业务转型渗透



资料来源:公司公告、平安证券研究所

公司董事长、总经理徐海江先生持有公司股权比例 38.27%，为公司实际控制人；徐海江先生及亲属徐海涛、郭长兴共持有公司股权比例为 47.84%。

图表2 公司实际控制人徐海江先生持有公司 38.27%股权

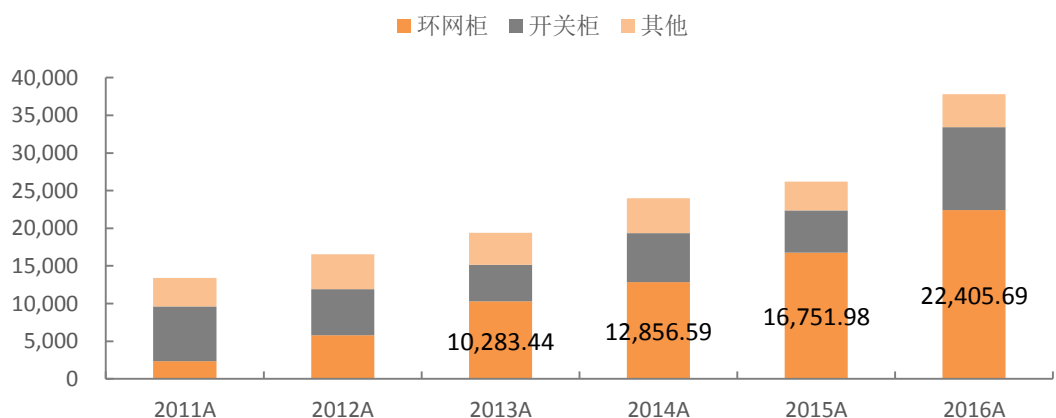


资料来源:公司公告、平安证券研究所

1.2 公司传统主业稳健增长，重研发拓高端市场

金冠电气主要产品为 C-GIS 智能环网柜、智能高压开关柜等产品。其中 C-GIS 环网柜为公司第一大产品，C-GIS 智能环网柜是公司拳头产品，近年来该产品收入占比保持在 55%左右，同比增速维持在 20%以上水平。2016 年公司 C-GIS 产品实现营业收入 2.04 亿元，占公司营业收入比例为 54.1%，同比增长达到 34.1%。

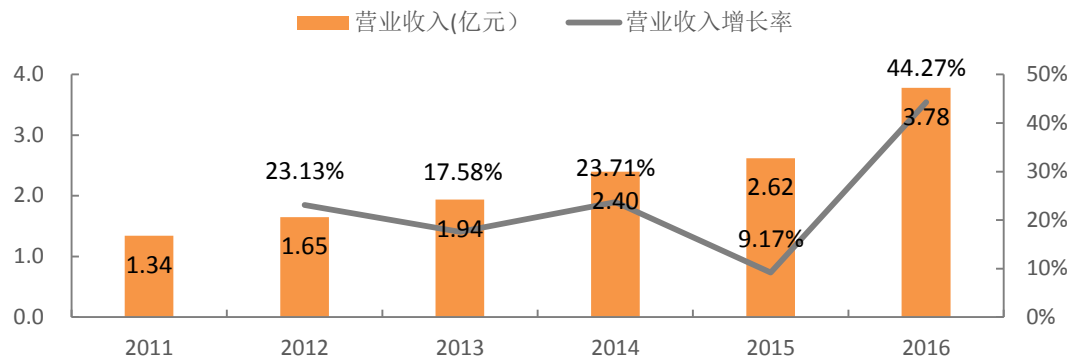
图表3 环网柜产品为公司第一大产品，其中 C_GIS 智能环网柜 2016 年销收入占比 54.1% (单位: 万元)



资料来源:公司公告、平安证券研究所

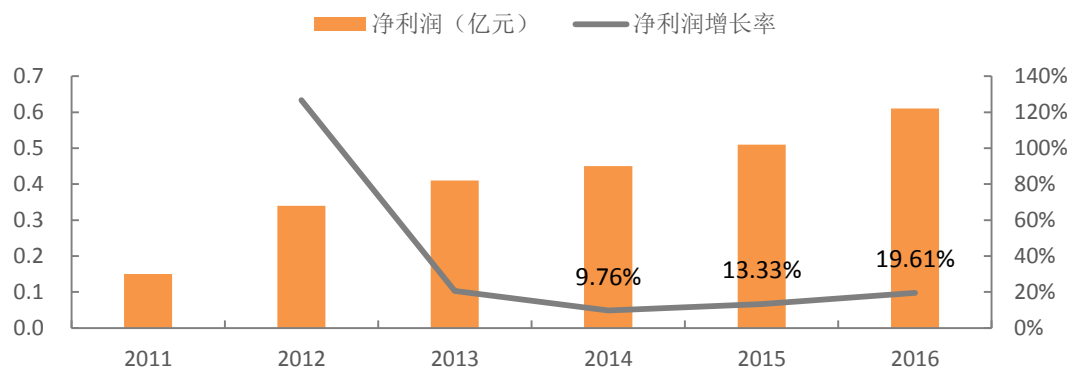
公司多年来营收和利润均保持稳健增长。2016 年公司营业收入 3.78 亿元，同比增长 44.27%；归属于母公司的净利润 5636.68 万元，同比增长 19.61%，近三年同比增速持续回升。

图表4 公司 2016 年营业收入同比增长超过 40%



资料来源:公司公告、平安证券研究所

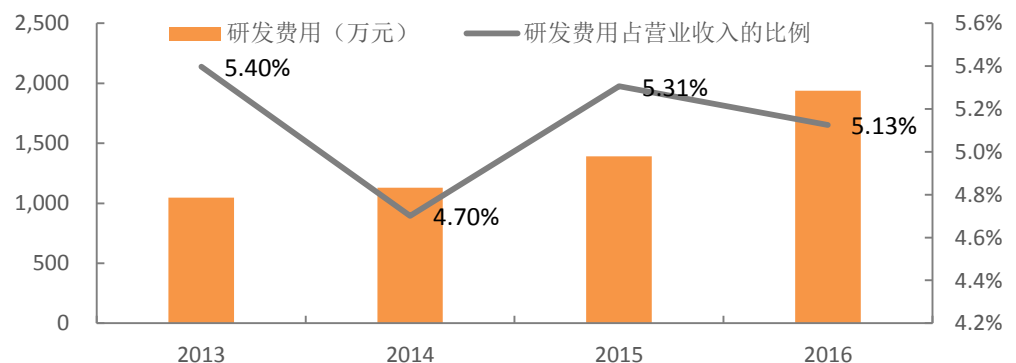
图表5 公司近三年净利润稳步增长, 2016 年同比增长约 20%



资料来源:公司公告、平安证券研究所

公司实际控制人徐海江先生曾任职长园集团,对电力设备的技术研发、市场拓展均具有深厚的经验积累,为公司长期健康稳健发展提供前瞻性指导。公司对于技术研发、产品升级长期高比例投入,研发费用占公司营业收入比例长期高于 5%水平,智能环网柜、固体绝缘环网柜等产品技术水平均处于行业前列。

图表6 公司研发费用占公司营业收入比例稳定在 5%水平



资料来源:公司公告、平安证券研究所

公司产品除应用于电网系统、市政工程外，在五大发电集团、轨道交通、电力建设出海方面均显示出较高竞争力。

图表7 公司产品广泛应用于轨道交通等高端领域，并随中国电力建设出海

应用领域	典型项目
发电集团	国电九江发电厂 2*660MW 超超临界机组工程
轨道交通	长春市地铁一号线一期工程
电力出海	刚果金 ZONGOII 水电站工程项目

资料来源：公司主页、平安证券研究所

二、 开拓轨交市场，传统业务爆发第二春

2.1 电气成套开关设备品牌制造商

公司是专业从事智能电气成套开关设备及其配套元器件的研发、生产和销售的电气设备制造商，主要产品包括 C-GIS 智能环网柜、智能高压开关柜及其配套的真空断路器、固体绝缘环网柜等。

图表8 公司主要产品为智能环网柜和智能高压开关柜

产品名称	定义	组成	主要用途	产品技术特点	应用范围
C-GIS 智能环网柜	C-GIS 智能环网柜是将所有一次带电部件，密封在一个充气隔室中，全密封、全绝缘，进出线采用预制式电缆附件与电力电缆连接的开关设备，并能自动检测和判断配电线路及开关柜自身的运行状态、工况，并自动采取相应正确动作的一种具有智能化功能的金属封闭开关设备。	主要由负荷开关单元、组合电器单元、断路器单元等按照不同的功能组合而成	C-GIS 智能环网柜在 12-40.5kV 电压等级的电力系统中，用以接受或分配电能并能对电力系统正常运行和故障情况下实行控制、保护、测量、监视、通信等功能，是实现环网供电和终端供电的重要开关设备。	C-GIS智能环网柜具有环境适应性强、电气方案组合灵活、结构紧凑、占地面积小、免维护的特点，并具有实现远程控制与监视等智能化功能，尤其适合配电网的自动化改造。	广泛应用于城市住宅小区、高层建筑、大型公共建筑、工矿企业等负荷中心的配电站以及箱式变电站中。
智能高压开关柜	智能高压开关柜是按一定的接线方案，将一、二次设备成套组装，具有高性能、高可靠性，并具有一定自诊断、自动控制性能和网络通信能力的一种高压配电装置。	分为进线柜、馈线柜、母线PT柜、所用变柜、母联柜和隔离柜等。	用于三相交流 50Hz 额定电压 3.6-40.5kV 的电路中，用作接受和分配三相交流系统的电能和对运行电路实行自动关合控制、切断故障（包括过载、短路、过电压等故障）保护、监测及事件记录等。	结构合理，性能安全可靠，具有实现远程控制与监测等智能化功能，更有利于城乡智能电网改造与建设。	主要应用于发电厂、变电站、冶金化工、轨道交通、工矿企业和住宅小区、高层建筑等各种不同场所。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表9 公司智能环网柜产品



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表10 公司智能开关柜产品



资料来源:公司公告、平安证券研究所

C-GIS 智能环网柜是公司自主研发的可扩展式及共箱式两种结构型式的气体绝缘环网开关设备，公司在充分消化和吸收国内外先进技术的基础上，对产品加以创新型的改进，使该产品较同行业同类产品的性能更为优越，具有灵活的扩展能力，并能实现配电自动化的功能。

受益于环网供电在我国城网配电系统中被广泛采用，环网柜的市场空间广阔，公司的主要产品 C-GIS 智能环网柜是目前市场应用最为广泛的产品，于 2015 年开始生产的固体绝缘环网柜是新兴产品，随着认可度的提高，市场份额也将越来越大。

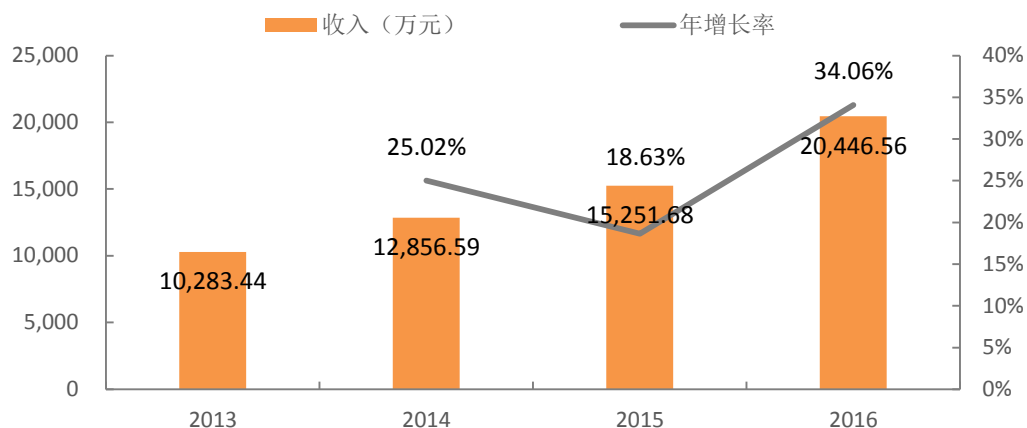
图表11 C-GIS 环网柜为市场主流产品，固体绝缘环网柜为新型产品

环网柜类型	结构特点	市场情况
真空环网柜	采用真空开关，母线为空气绝缘的方式，生产工艺简单、价格便宜，但绝缘距离要求高、安全性差、体积大	已逐步淘汰，目前 所占市场份额低
SF6 间隔式环网柜	采用 SF6 气体封闭开关部分，但母线为空气绝缘的方式，其绝缘距离、安全性和体积仍未有较大改善	已逐步淘汰，目前 所占市场份额很低
C-GIS 环网柜	利用绝缘气体把所有一次带电部件全部密封在一个充气隔室中，进出线通过连接套管与预制式电缆附件连接，可实现母线的全绝缘、全密封、全屏蔽扩展连接，安全性和可靠性大幅提高，体积也大幅缩小	目前占主导地位，为主要的环网柜产品
固体绝缘环网柜	将开关及高压带电部件采用环氧树脂进行整体浇注，以环氧树脂固封作为带电体对地及相间绝缘的配电设备	新兴产品，目前市场份额不高

资料来源:公司公告、平安证券研究所

C-GIS 智能环网柜是公司拳头产品，近年来该产品收入占比保持在 55%左右，同比增速维持在 20%以上水平。2016 年公司 C-GIS 产品实现营业收入 2.04 亿元，占公司营业收入比例为 54.1%，同比增长达到 34.1%。

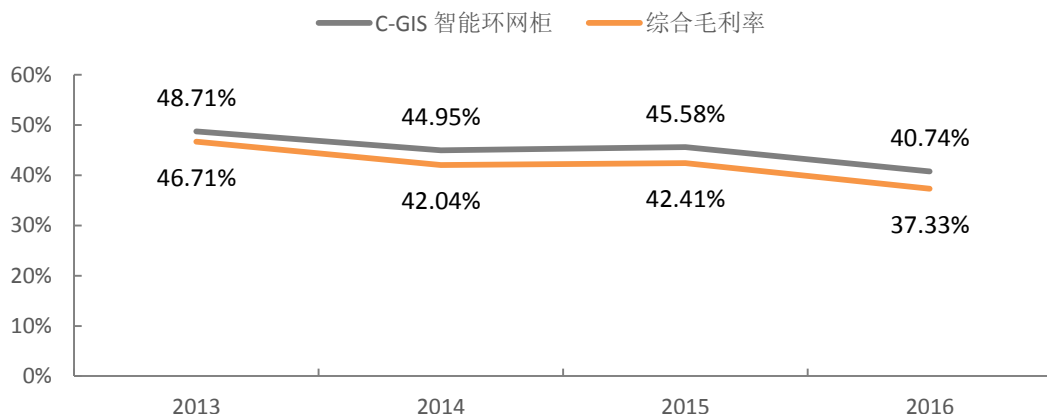
图表12 C-GIS 智能环网柜是公司拳头产品，占公司营收比例过半



资料来源:公司公告、平安证券研究所

随着 C-GIS 产品的日渐成熟和售价的降幅趋缓，公司产品毛利率稳定在 40%左右。

图表13 公司产品毛利率及综合毛利率稳定在 40%水平



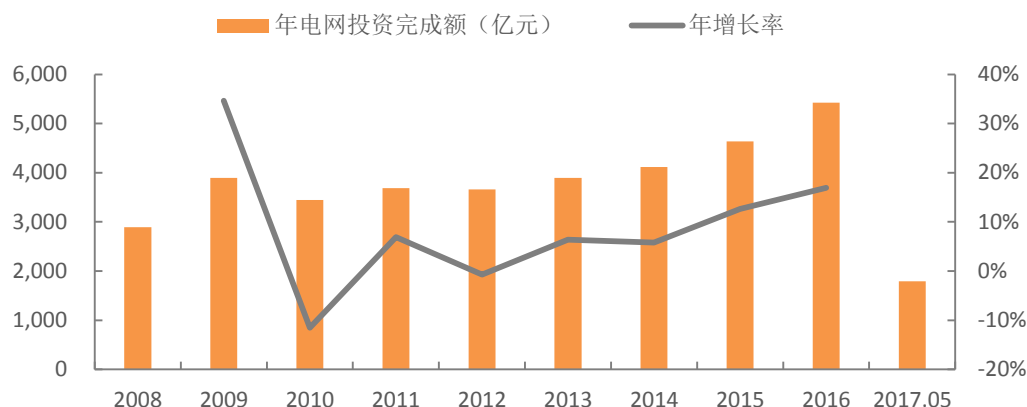
资料来源:公司公告、平安证券研究所

2.2 “十三五”配网投资翻倍，公司充分受益市场份额提升

全社会用电量的稳步增长带动电网投资的增长、电网投资中更加注重配网投资、轨交的发展和城镇化等一系列因素的影响，配网设备行业景气度稳中有升。配电网处于整个电网系统的末端，配电网的可靠性也直接影响到社会生产的效率和人民生活的质量，重要性不言而喻。

电力工业是国民经济发展中重要的基础能源产业，随着经济的发展，我国全社会用电量持续攀升。又由于配电网在电力传输和使用中处于不可或缺的环节，电力需求增长直接驱动配电网的建设，带动对输配电及控制设备的需求。

图表14 我国电网投资完成额稳步提升

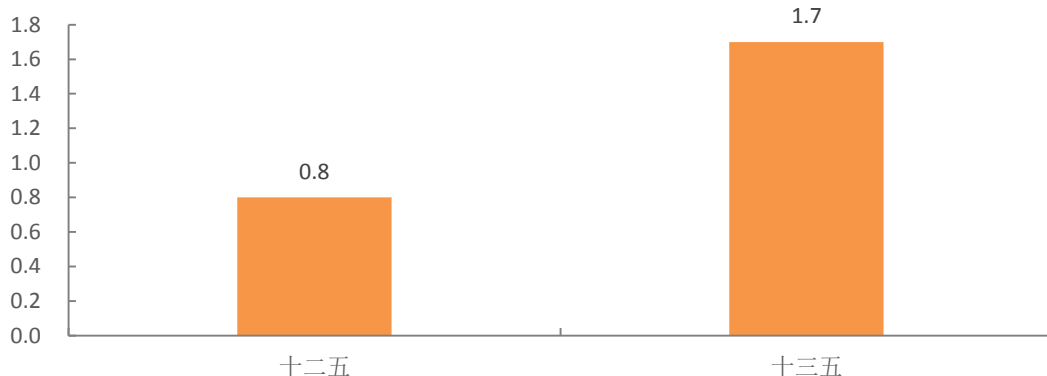


资料来源:Wind、平安证券研究所

按照电压等级在城区通常是指 110kV 及以下电压等级的电网,在郊区和农村通常是指 10KV 及以下电压等级的电网。当前我国的主干网建设随着 220kV、500kV 电网骨架的逐步完善及 1,000kV 特高压输电线路的高速推进,已日趋完善。相对于输电网的快速发展,我国配电网的建设速度明显滞后,十三五期间将是配电网的重要建设期。

根据能源局发布的《配电网建设改造行动计划(2015-2020)》,配网自动化建设有了明确的发展目标:截止到 2020 年,配电网自动化覆盖率需从目前的 20% 提升至 80% 以上,改造计划行动期内,建设改造投资不低于 2 万亿元。对比十二五期间不足 8000 亿的配网投资,十三五期间要求不低于 1.7 万亿。

图表15 十三五期间要求配网投资不低于 1.7 万亿,相比十二五 0.8 亿元投资额翻倍

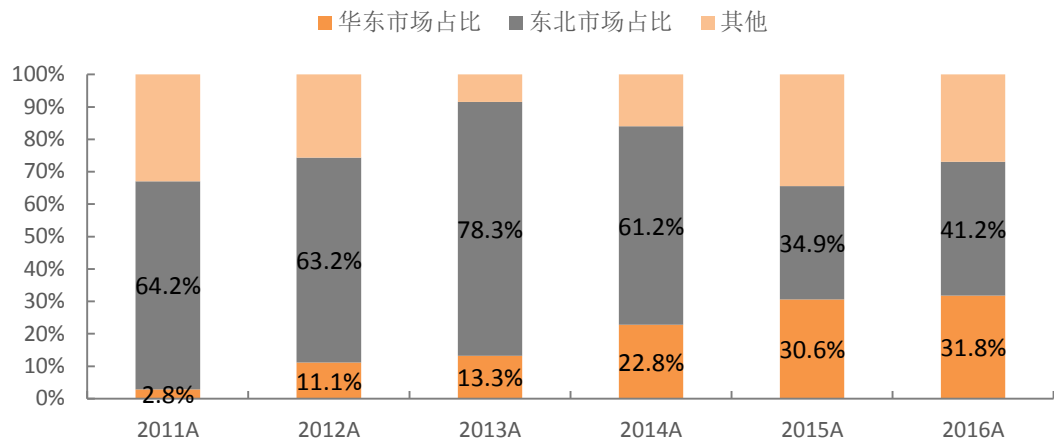


资料来源:能源局、平安证券研究所

➤ 立足东北,站稳华东,走向全国

金冠电气是吉林省百强民营企业,获得吉林省品牌产品等多个荣誉称号。经过十数年对东北地区市场的深耕,目前公司产品在东北地区具有很高的知名度和强大的竞争优势。东北地区业务收入占公司总收入接近一半;2016 年,东北地区的营收占公司总营收的 41.96%。

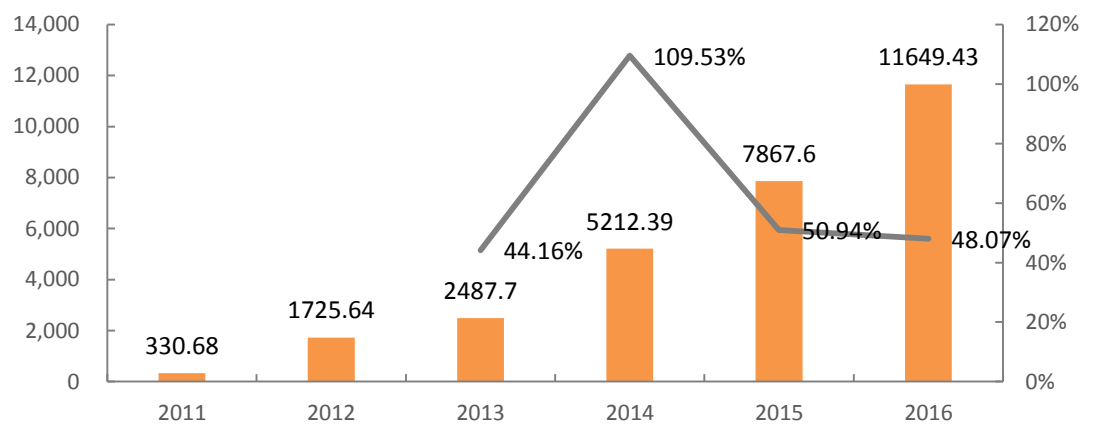
图表16 东北地区收入占比逐步下滑，公司市场走向全国



资料来源:公司公告、平安证券研究所

除立足东北外，公司稳步推进“站稳华东，走向全国”的市场开拓策略，华东地区已经成为公司第二大业务地区。2016 年公司在华东地区营收已经突破 1.16 亿元，同比增长达 48.1%，占公司总营收比例达到 31.8%。

图表17 华东地区已经成为公司第二大市场，2016 年华东地区营收超过 1.16 亿元



资料来源:公司公告、平安证券研究所

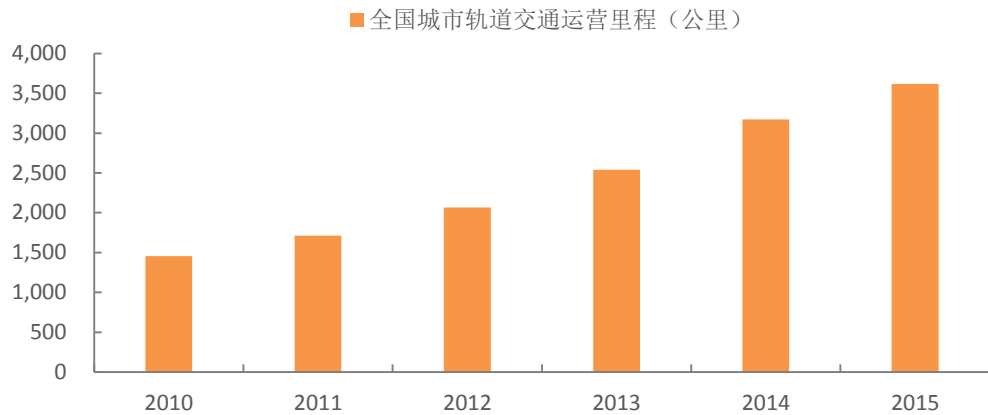
随着国家配电网投资的稳步增长，公司市场开拓将取得显著成效。中国产业信息研究预测，2019 年环网柜的市场规模有望超过 100 亿元；以公司目前 3%-4% 的市场规模预估，公司环网柜业务的营收有望达到 3 亿-4 亿元；考虑到公司在华东地区市场的稳步扩张，公司环网柜产品市场份额有望超过 5%，届时公司有望取得 3 年 2.5 倍的快速增长。

2.3 成功进入轨交产业链，开拓新沃土

轨道交通是解决城市地面交通拥堵的有效方式之一，近年来轨道交通获得持续快速发展，多个省级及一二线城市均大力建设轨道交通。轨道交通全国运营线路总长度从 2010 年的 1455 公里增长到 2015 年的 3618 公里，年复合增长率 16.4%。

根据国家十三五规划纲要，十三五期间要“完善优化超大、特大城市轨道交通网络，加快 300 万以上人口城市轨道交通线网”。后来，又将“300 万以上人口城市”这一标准调低至“150 万以上人口城市”。预计到 2020 年末，全国至少有 50 个城市将开通运营地铁，届时我国城市轨道交通总里程将比 2014 年翻一番，达到 6000 公里。

图表18 2011 年至今我国轨道交通运营里程复合增速达 16.4%



资料来源:Wind、平安证券研究所

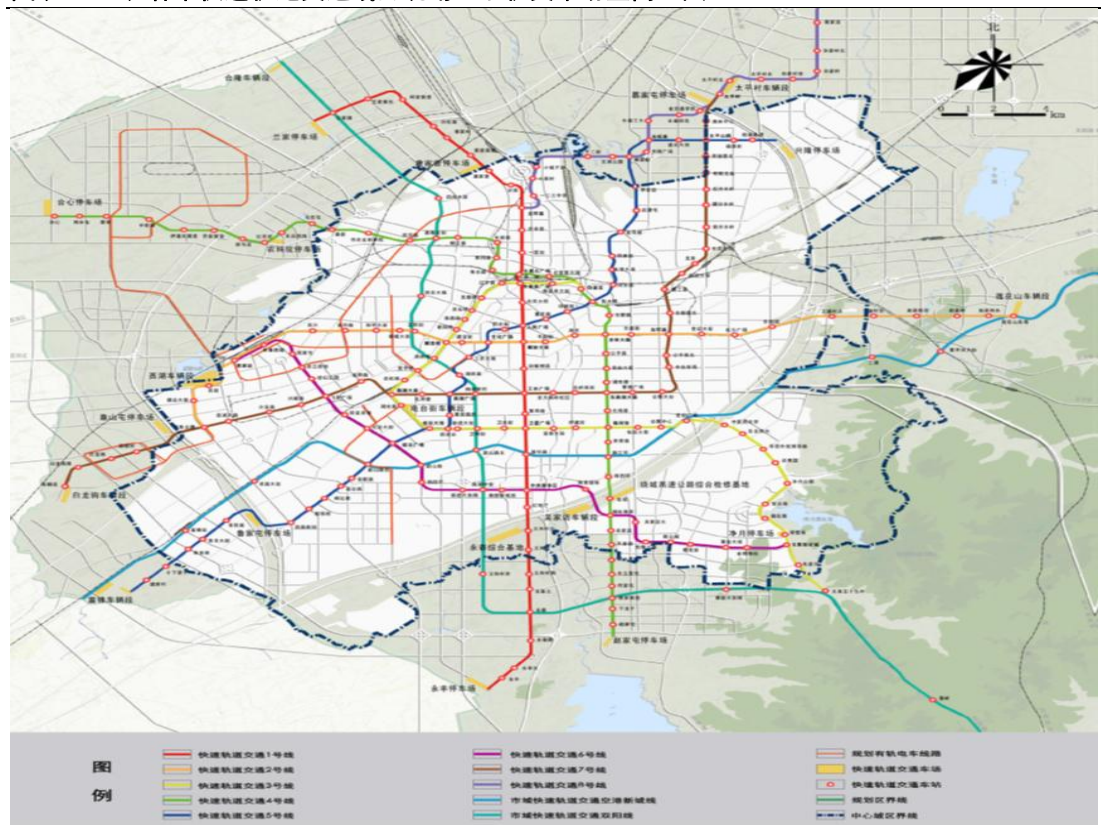
➤ 试水长春轨交历 6 载，轨交市场终爆发

2010 年金冠电气为长春轨道交通轻轨三期工程供电系统提供 10kV 高压开关柜及环控电控柜，产品从技术水平和生产工艺上满足轨道交通系统的供电需求及运行环境要求。该项目为公司首次试水轨道交通配套项目，为公司产品研发及后续产品配套做足经验准备。

2015 年公司为长春地铁一号线供电系统提供 AC35kV 高压开关柜、AC0.4kV 低压柜及环控电控柜。金冠电气设计的 SF6 气体绝缘 AC35kV 户内铠装金属封闭高压开关柜具有体积小、防凝露、免维护、智能化等技术特点，以保障地铁稳定运行。

2017 年 7 月 7 日，金冠电气发布中标公告，中标“长春市地铁 2 号线一期、西沿线工程 AC35kV 开关柜、交流 35kV 开关柜继电保护装置采购项目和长春市地铁 2 号线一期、西沿线工程 AC0.4kV 开关柜及环控电控柜采购项目”。中标总金额 102,312,158.00 元，占公司 2016 年度经审计合并财务报表营业收入的 27.05%。

图表19 长春市快速轨道交通线网规划显示轨交市场空间巨大



资料来源:长春市规划局、平安证券研究所

自 2010 年公司首次试水轨交配套后 6 年，公司在地铁配套产品的研发生产终获硕果；随着后续长春乃至全国地区轨道交通建设的逐步推进，公司产品后续中标可能较高，轨道交通将成为公司开关柜业务的第二大市场。

三、 入主南京能瑞，借力充电桩切入新能源汽车产业链

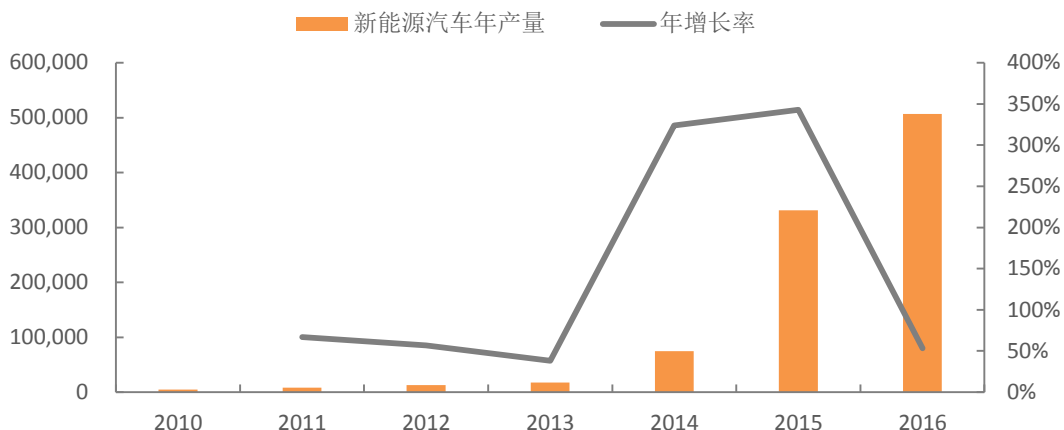
能瑞自动化是一家长期致力于电力仪器仪表、电力需求侧产品研发生产的企业；依托于在智能电网电力需求侧管理相关产品生产的技术积累、优秀的研发设计能力，以及与国家电网多年合作经验，公司成为国内率先提供新能源汽车充电系统设备研发制造、充电站整体解决方案，并承建运营的优秀企业。

2016 年 11 月 30 日，金冠电气发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金及关联交易报告书》，拟以 15.04 亿元对价购买能瑞自动化 100% 股权。2017 年 5 月 2 日，公司获得中国证监会核准本次重组方案的批复。2017 年 5 月 16 日，能瑞自动化完成股东变更的工商程序，公司正式入主南京能瑞，迈出“智能电网+新能源”的坚实一步。

3.1 新能源汽车产业爆发式增长，车桩比不足预示海量市场空间

受益于国家鼓励新能源汽车相关产业政策的影响，近年来我国新能源汽车产业发展较快。在 2015 年，中国一跃成为新能源汽车第一大国以后，2016 年，中国继续保持新能源汽车世界第一的市场地位，销量超过 50 万辆，增速同比超过 50%，截止 2016 年底，保有量接近 100 万辆。

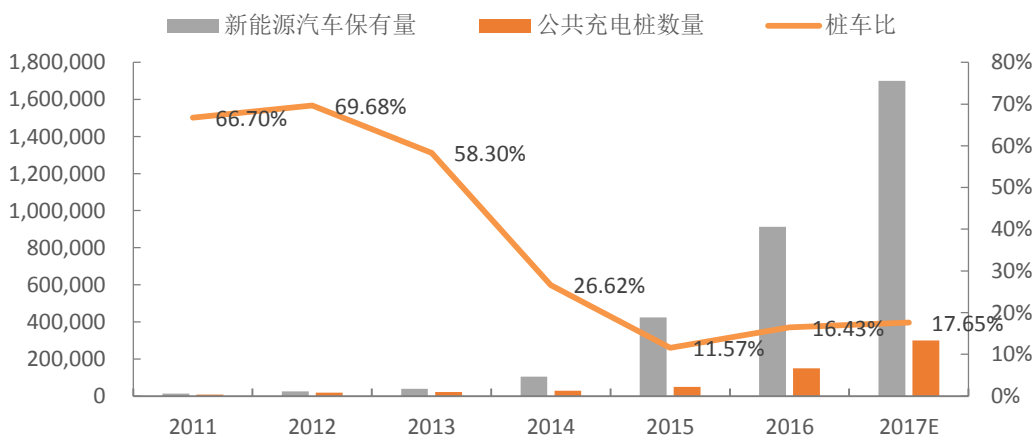
图表20 近三年来我国新能源汽车产业迎来爆发式增长



资料来源:中汽协、平安证券研究所

充电基础设施是电动汽车推广的基础和保障，未来我国新能源汽车要取得长期稳定的发展，必须依赖于完善的充电基础设施。近几年我国建桩的速度虽然大大加快，但是充电桩不足问题依然严峻。

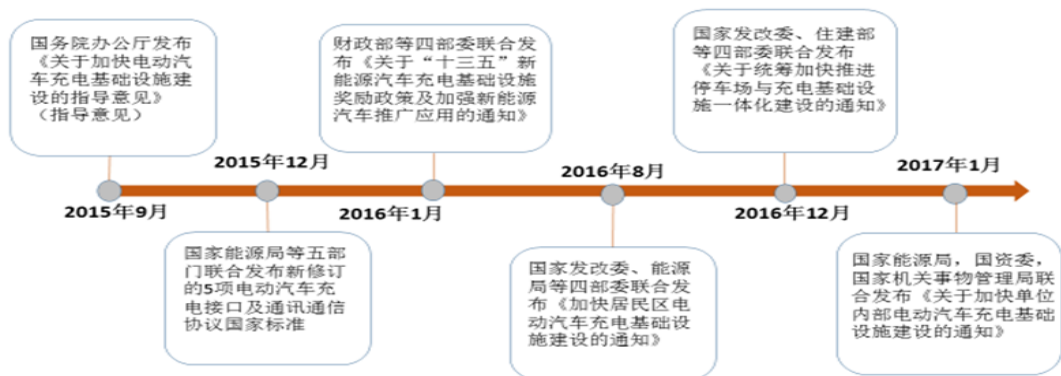
图表21 我国新能源汽车产销量急剧增长，车桩比不足矛盾仍较为突出



资料来源:国家电网、第一电动、平安证券研究所

国内充电基础设施建设支持政策较为全面，政策涵盖充电基础设施建设、电力接入、充电设施运营等方面，对调动全社会相关资源促进充电基础设施发展起到至关重要的作用。

图表22 国家多部委发布政策促进充电基础设施发展

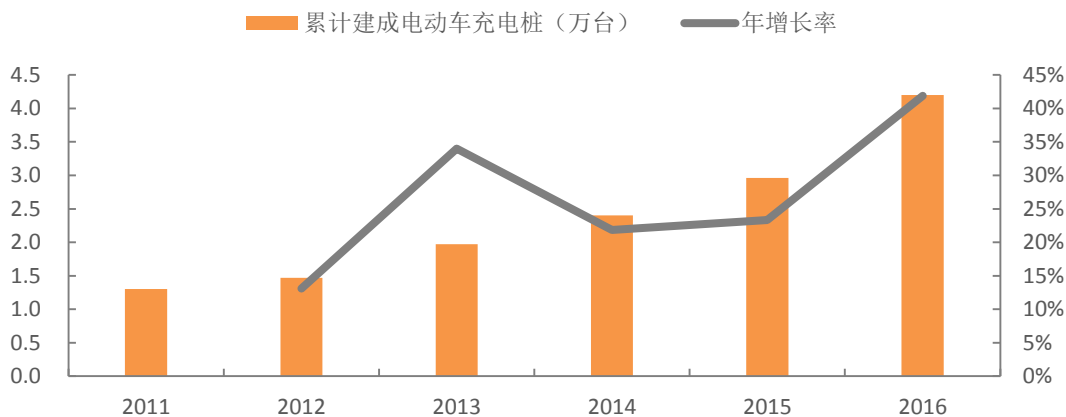


资料来源:能源局、财政部、发改委、平安证券研究所

➤ 国家电网主导充电桩建设，中标国网招标者最为受益

不管是在充电桩的建设领域还是运营领域，国家电网公司都是绝对的龙头。根据国网发布的《2016社会责任报告》，截止 2016 年底，国家电网累计建成电动汽车充换电站 5526 座，累计建成电动汽车充电桩 4.2 万个，建成京哈、京港澳、京沪、沪蓉、沪渝、环首都、环杭州湾等“六纵六横两环”高速公路快充网络，覆盖城市 95 座、高速公路 1.4 万千米。另外，国网已经建成全国最大的车联网平台，累计接入充电桩超过 10 万个。

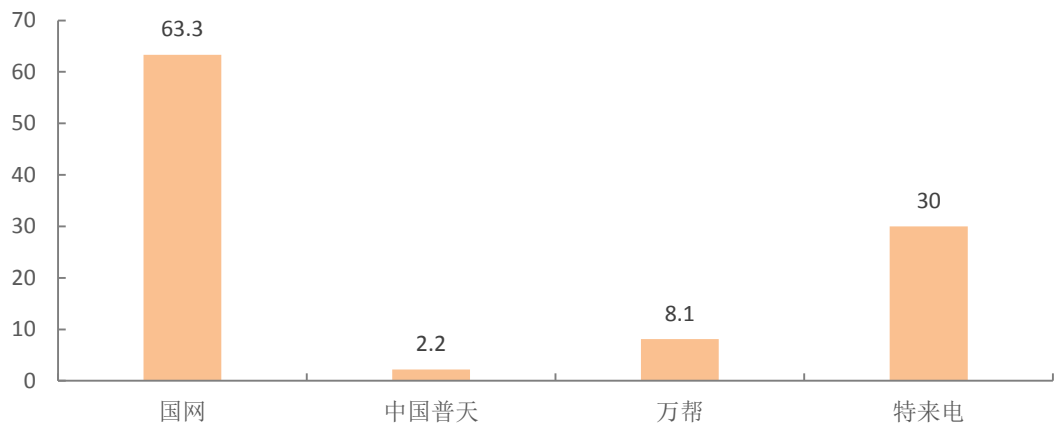
图表23 国家电网加快建设充电设施步伐



资料来源:国家电网社会责任报告、平安证券研究所

充电联盟数据显示 2016 年全国充电桩总投资约 110 亿元,其中国家电网完成充电桩建设投资额 63.3 亿元,投资占比超过一半,是目前我国充电桩建设投资的主导力量。由于国网招标对产品品质、使用寿命和安全性要求均十分严格,因此招标价格显著高于网外市场。国网招标同时具备高市场容量、高产品单价的特点,因此能够中标国网充电桩招标的企业将在充电桩建设大潮中率先受益。

图表24 2016年国网完成充电桩建设投资额63.3亿元，领先其他参与企业



资料来源:国家能源局、中国电动汽车充电基础设施年报、平安证券研究所

3.2 充电桩民企龙头，强技术国网中标大户

南京能瑞自动化设备股份有限公司成立于2005年3月30日，其主营业务包括智能电表、用电信息采集系统和充电桩等。经过十几年市场的开拓，目前公司与国家电网、南方电网、铁塔集团、长安集团、扬子公交等大型集团用户一直保持密切的合作。

能瑞自动化于2012年4月开始致力于新能源汽车充电设施领域的研究，深入研究电力电子、充电控制、计量、计费、通信、自动控制、微处理器、数据存储、电力电子、电气安全、大数据、远程支付等核心技术，通过上述核心技术的整合实现交流充电桩核心模块（计量计费单元、通信单元及控制单元）的自主研发及生产。

计量计费单元技术主要源自于智能电表的计量单元；通信技术来源于用电信息采集系统的网联控制技术实现充电数据互联互通及远程监控；控制单元技术源自于应用于用电信息采集专变终端平台的硬件端的采用及软件端的控制逻辑和基础算法，并通过软件程序的改进及开发实现硬件平台的标准化和与电池管理系统（BMS）实现双向交互保障充电安全。

图表25 公司在电力设备领域具备多项发明专利，研发实力雄厚

专利权人	专利名称	专利号	专利类型	专利授予日期
能瑞电力	垂直轨道充电连接线收放线器	2014208671160	实用新型	2015.06.17
能瑞电力	充电连接线高置收放线器	2014208669902	实用新型	2015.04.08
能瑞电力	全桥 LLC 谐振 DC/DC 变换器的输出电压控制装置	2016200807509	实用新型	2016.07.06
能瑞电力	多电平变换器直流侧电压平衡电路	2016200812422	实用新型	2016.06.15

资料来源:公司公告、平安证券研究所

能瑞自动化先后参与了国家标准《电动汽车传导互操作性测试规范》(20141712-T-524)、《电动汽车非车载传导式充电机与电池管理系统之间的通信协议一致性测试》(20150565-T-469)、《新能源汽车及充电设施数据采集技术规范》等标准的起草与修订，产品性能得到行业专家充分认可。

➤ **电网中标民企龙头，长期受益电网主导的充电桩建设**

南京能瑞产品品质稳居行业前列，同时与国家电网公司具备长期稳固的合作关系；南京能瑞 2014 年首次中标国网的充电桩招标，是民营企业的领先者，2015 和 2016 年的中标金额均超过 6000 万元，2016 年位居民营企业中标份额第一名。

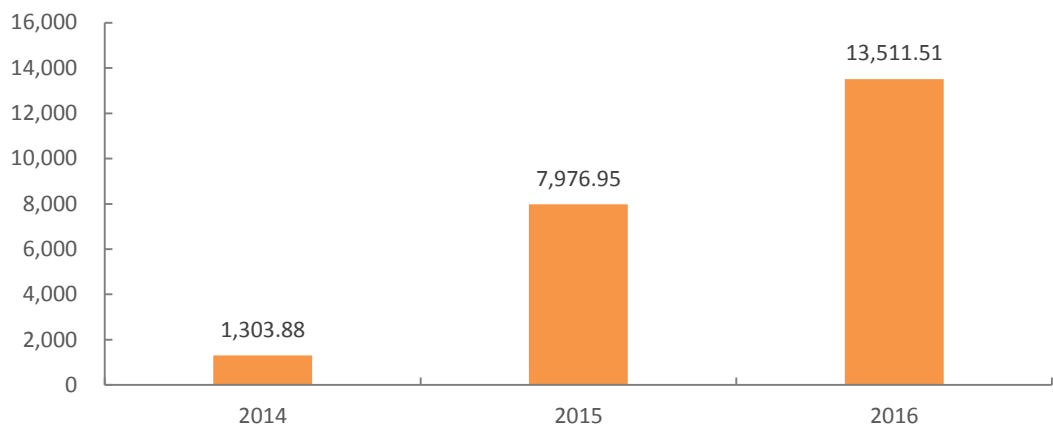
图表26 公司 2016 年成为国网充电桩招标民营企业第一

年份	2014	2015	2016
国家电网中标金额（万元）	1234.86	6843.45	6032.16
中标比例	6.76%	4.37%	4.27%
中标厂商数量	18	16	30
总排名	8	11	7
民营企业排名	3	4	1

资料来源：国家电网、平安证券研究所

2016 年南京能瑞充电桩业务收入达到 1.35 亿元，同比增长近 70%，营收占比达 27.42%，充电桩业务已经成为南京能瑞第二大业务板块。南京能瑞充电桩产品毛利率保持稳定，2016 年南京能瑞充电桩业务毛利率高达 52.38%，与 2015 年 54.67%水平相当。

图表27 能瑞充电桩业务保持高速增长，2016 年贡献收入达到 1.35 亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

➤ **立足南京辐射江苏，借力上市公司进军东北、华东市场**

南京能瑞布局建设充电运营站点主要在南京地区。截至 2016 年末，南京能瑞在南京地区累计投入运营充电站 158 座，充电桩 1,893 台，充电基础设施投资金额为 6,215.18 万元，积累了丰富的充电站建设和运营经验。

同时，南京能瑞已经开始以南京地区为中心向其他目标城市辐射，在江苏苏州投入运营充电站 2 座，与江苏省内邮政速递网点配套建设充电站 6 座；市场外部拓展取得初步成效。

未来南京能瑞将运用自身在南京市运营的经验积累和上市公司金冠电气在东北、华东地区的资源优势，快速拓展其他市场值得期待。

图表28 公司充电桩建设以南京为核心，向全江苏地区拓展

地区	充电站点数量（座）	充电桩数量（台）	投资金额（万元）
江苏省南京市	158	1893	6215.18
江苏省苏州市	2	16	209.12
江苏省内邮政速递合作网点	6	31	6.75
合计	166	1940	6431.05

资料来源：公司公告、平安证券研究所

国家电网预计到 2020 年建成充电站 10000 座、充电桩 12 万个，未来几年国网招标主导全国充电桩建设市场的趋势仍将持续。由于国网充电桩招标的价格显著高于网外的价格，因此国网招标市场仍将是国内最优质的充电设施市场，南京能瑞作为民企中标份额领头羊最为受益。

同时南京能瑞获得国网供应商的资质，且中标份额长年领先，将为公司产品品质做出背书，为公司打开网外市场提供便利。

受益于国家电网招标和公司市场向华东、东北开拓，南京能瑞的充电桩业务有望在未来几年实现爆发性增长。2017 年 5 月能瑞自动化股权转让完成，2017 年上半年并表贡献业绩；预计 2017/2018 年南京能瑞将为公司贡献增量业绩 0.9/1.0 亿元。

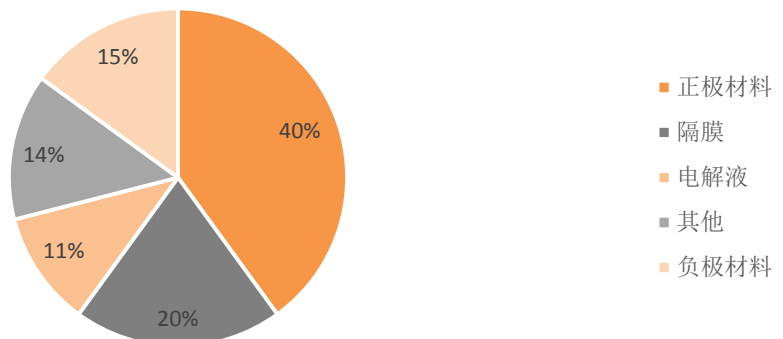
四、 预案收购辽源鸿图，布局湿法隔膜猛虎添翼

2017 年 06 月 16 日，公司发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金及关联交易预案》，拟以定价 14.76 亿元，收购辽源鸿图 100% 股权。辽源鸿图是湿法隔膜国产化先锋之一，本次收购将助力公司在新能源汽车领域布局再下一城，打造继配网、轨交、充电桩之后的第四大业务板块。

4.1 动力锂电皇冠明珠，湿法隔膜市场起飞

隔膜是锂电池关键内层组件，主要作用为隔离正负极材料防止接触短路，并将自身的微孔作为锂离子在正负极之间转移的通道；因此隔膜是影响锂电池容量、倍率性能、安全性的关键因素之一。目前隔膜产品在锂电池材料体系中成本占比约为 10-20%，占全成本的 6-14%。

图表29 隔膜占锂电池材料成本比例约 20%

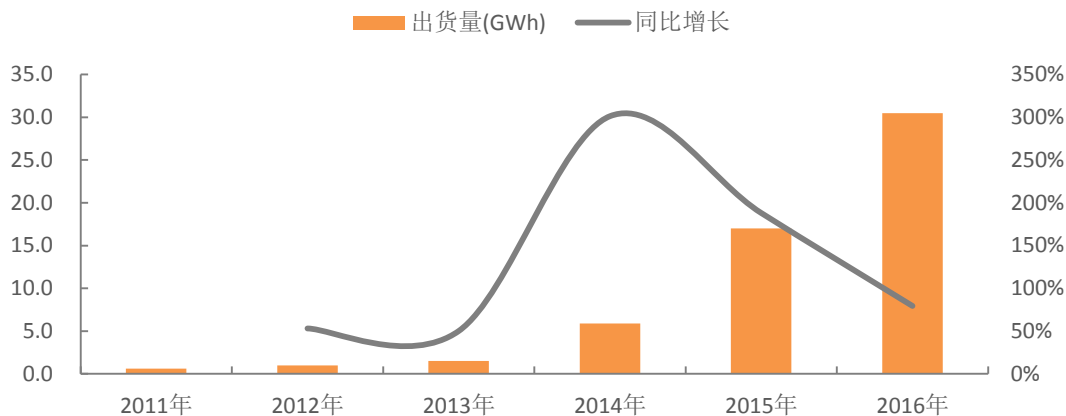


资料来源：中商产业研究院、平安证券研究所

➤ 新能源汽车产业快速发展，动力锂电需求高速增长

随着我国新能源汽车产业的快速发展，动力锂电已经成为二次锂电领域主要的增长驱动力；2016年我国动力锂电池出货量达到 30.5GWh，同比增长 80%。

图表30 2016年我国动力锂电池出货量达到 30.5GWh，同比增长 80%

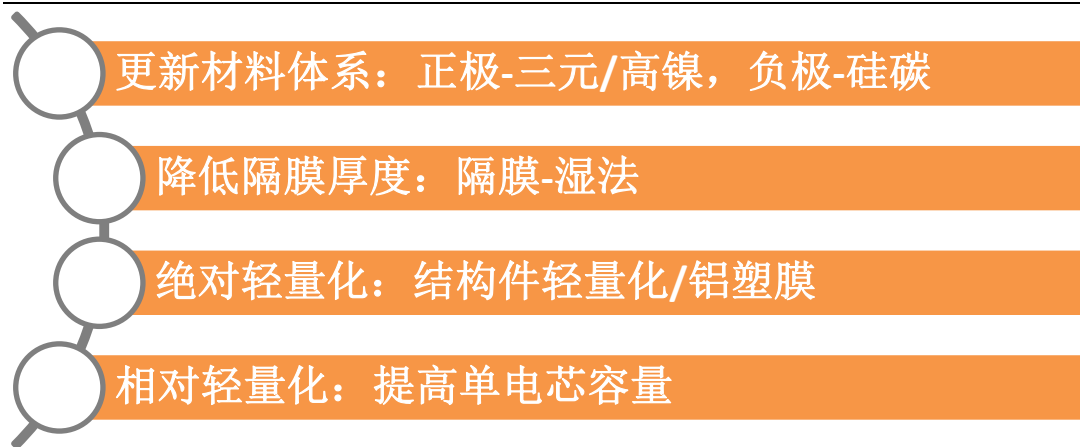


资料来源:EVTank、平安证券研究所

➤ 补贴新政严格能量密度要求，动力电池三元化加速

2016年12月30日，财政部、科技部、工信部、发改委联合发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，补贴新政中再次强调“动力电池系统能量密度要求”。随着补贴政策对动力电池能量密度要求的提高，动力电池三元化、隔膜轻薄化已经成为必然趋势；湿法隔膜凭借更薄的厚度和优秀的机械性能，成为匹配三元正极材料的优先选择。

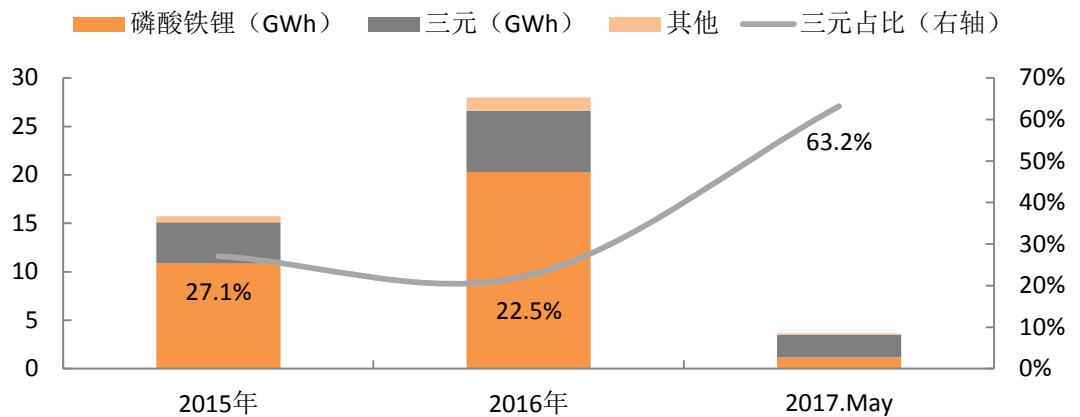
图表31 采用湿法隔膜降低隔膜厚度是提高动力电池能量密度的主要方式之一



资料来源:平安证券研究所

根据节新网披露新能源汽车推荐车型参数及产量估算，截止 2017 年 5 月，我国新能源汽车装车动力电池容量达到 3.64GWh，其中三元动力电池超过 2.30GWh，占比达到 63.11%，相比 2016 年 22.46% 的比例显著提高。2017 年上半年以磷酸铁锂电池为主的客车领域出货量较低，三元比例的显著提高源于专用车、乘用车领域三元化进程加快。

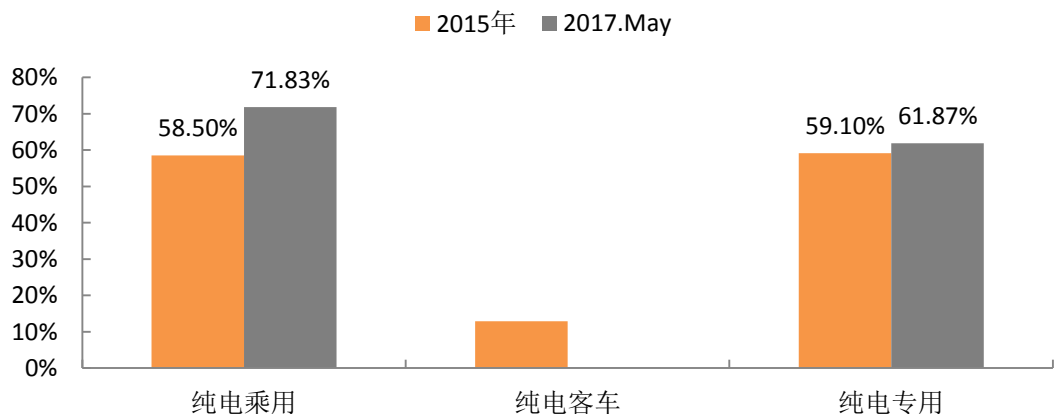
图表32 截止 2017 年 5 月，三元动力电池占比达到 63.2%



资料来源:第一电动、节能与新能源汽车网、平安证券研究所

根据节新网披露新能源汽车产量数据估算，截止 2017 年 5 月，我国纯电乘用车共装车动力电池 2.55GWh，其中三元电池 1.83GWh，占比达到 71.83%；相比 2015 年 58.50%的占比显著提高。纯电专用车共装车动力电池 0.32Gwh，其中三元电池 0.20GWh，占比约为 61.87%，相比 2015 年 59.10%水平略有提高。

图表33 相比 2015 年，三元电池在纯电乘用车、纯电专用车领域均有显著提高

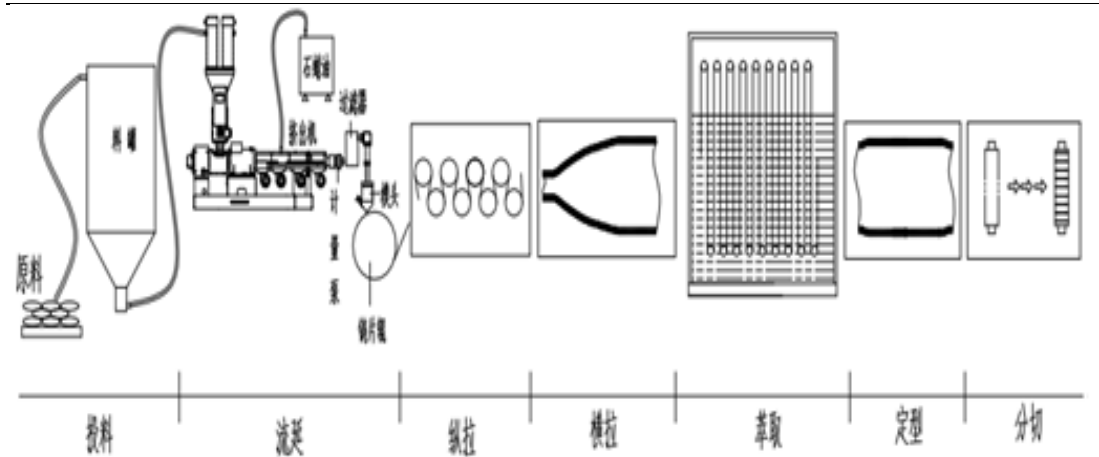


资料来源:第一电动、节能与新能源汽车网、平安证券研究所

➤ 湿法隔膜轻薄领衔，湿法转换大势所趋

相比干法隔膜，湿法隔膜凭借更低的基膜厚度、更多的涂覆选择、涂覆后更高的安全性，使得动力电池在安全性能、能量密度、倍率性能等方面获得全面提升。同时随着国内锂电池企业生产设备、加工工艺的提高，出于应对极片加工毛刺等不良工艺而对隔膜厚度、机械强度、耐穿刺性能的片面要求将逐步淡化，湿法隔膜将凭借更优异的综合性能成为未来动力电池企业的主流选择。

图表34 湿法隔膜工艺示意图



资料来源:CNKI、平安证券研究所

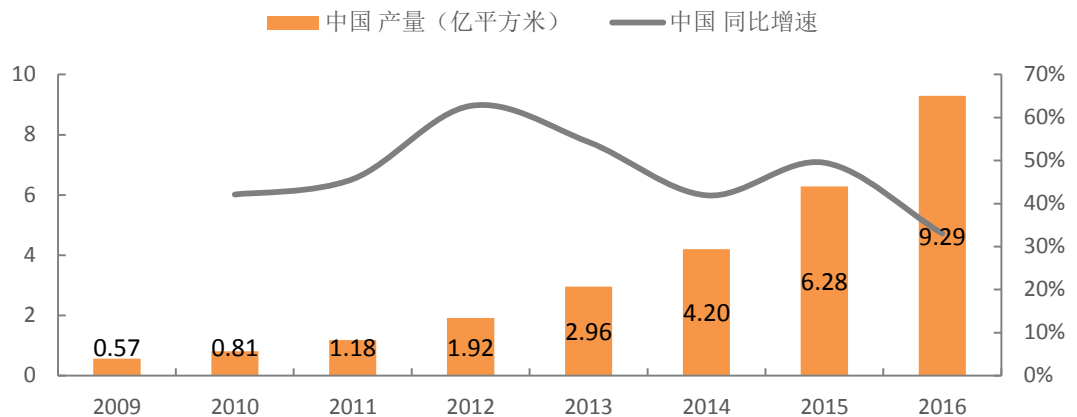
图表35 湿法工艺更容易控制厚度，孔隙率透气率较高

生产方式	干法工艺		湿法工艺
	单向拉伸	双向拉伸	
工艺原理	晶片分离	晶型转换	热致相分离
工艺特点	设备投资大、工艺难度高、污染小	设备投资大、需要成孔剂辅助成孔	设备投资大、工艺难度高、能耗大
产品	单层 PP、PE 隔膜及复合隔膜	单层 PP 隔膜	单层 PE 隔膜
产品特性	能支持大功率放电,能生产单层和多层隔膜	微孔尺寸和分布均匀,目前只能生产单层 PP 隔膜	适合生产较薄隔膜产品,但导通性相对差,放电能力相对更弱
缺陷	横向强度差	稳定性差	导通性差
优势	导通性好		孔隙率、透气率高、厚度薄
代表企业	美国 Celgard、日本宇部兴产	中科院化学所工艺,国内主流	日本旭化成、日本东燃、韩国 SK

资料来源:公司公告、中国产业信息、平安证券研究所

根据中国电池网数据,2016年我国锂电隔膜总产量达到9.29亿平米,同比增长33.03%;预计占全球隔膜总产量比例接近50%。

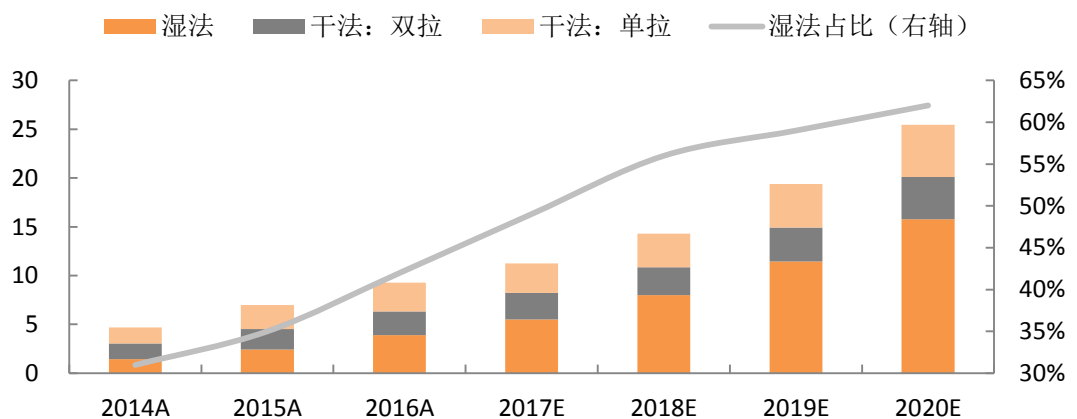
图表36 2016年中国锂电隔膜总产量9.29亿平米，同比增长33.03%



资料来源:中商产业研究院、赛迪顾问、中国电池网、平安证券研究所

其中湿法隔膜产量达到3.90亿平米，同比增长达到59.84%，占我国隔膜总产量比达到41.98%；相比2015年占比37.90%继续提高。根据起点研究数据预计，2020年我国隔膜总产量将超过25亿平米，其中湿法隔膜产量将超过15亿平米，占比有望超过60%。

图表37 预计到2020年我国湿法隔膜产量将超过15亿平米，占比超过60% (单位: 亿平米)



资料来源:中国电池网、起点研究、平安证券研究所

4.2 辽源鸿图品质领先，产能扩张扬帆起航

辽源鸿图隔膜成立于2005年，是一家专业从事一次电池隔膜、湿法锂电隔膜研发生产销售的高新技术企业，公司产品分为基膜、涂覆膜，广泛应用于动力锂电、消费锂电领域。截止预案发布日，公司具备湿法隔膜生产线两条，基膜产能6500万平米；涂覆生产线3条，涂覆能力超过1000万平米。

➤ 产品种类全面覆盖，产品线控制能力优秀

公司已经制备出20余种规格产品，产品规格覆盖5-25微米等多种厚度，并可以根据客户要求提供不同孔隙率产品，以及在基膜基础上涂覆2-4微米的单、双面陶瓷隔膜产品，以满足不同客户的定制化需求。

图表38 公司隔膜产品规格覆盖 5-25 微米多种型号，并提供不同孔隙率产品

产品类别	产品参数	用途
PE 隔膜	5 微米低孔隙率隔膜	基膜
	7 微米低孔隙率隔膜	基膜
	9 微米低孔隙率隔膜	基膜
	9 微米高孔隙率隔膜	基膜
	12 微米低孔隙率隔膜	基膜
	12 微米高孔隙率隔膜	数码 3C，软包方形
	16 微米低孔隙率隔膜	数码 3C，软包方形
	20 微米低孔隙率隔膜	数码 3C，软包方形
	16 微米高孔隙率隔膜	动力电池，18650 圆柱
陶瓷涂覆隔膜	20 微米高孔隙率隔膜	动力电池，18650 圆柱
	7 微米隔膜+3 微米陶瓷	数码 3C，软包方形
	9 微米隔膜+3 微米陶瓷	数码 3C，软包方形
	12 微米隔膜+4 微米陶瓷	数码 3C，软包方形，动力电池
	16 微米隔膜+4 微米陶瓷	动力电池，18650 圆柱
	20 微米隔膜+4 微米陶瓷	动力电池，18650 圆柱

资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司首条产线为保证产品切换无断裂、产品原料高适应，历经 2 年多工艺调试，产品控制能力优秀；公司产品质量在均匀性、热收缩性、刺穿强度等指标表现优异，性能参数接近 SK、WCOPE 等知名厂商产品。

➤ 力神核心供应商，产品通过多家一线客户认证

公司是天津力神电池的核心供应商之一，连续三年获评“优秀供应商”，并签订战略联盟合作协议；2015 年公司获得江苏智航新能源客户订单批量出货，2016 年获得骆驼集团新能源电池订单批量出货，新增客户拓展迅速。

图表39 公司客户包括力神、江苏智航、骆驼集团等，并通过住友化学、三星 SDI 等客户认证



资料来源:公司公告、平安证券研究所

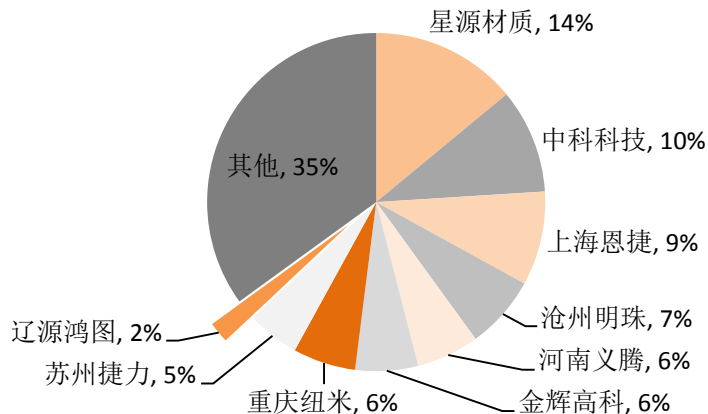
除国内动力电池企业外，公司产品已通过日本住友化学、日本帝人、韩国三星 SDI 等国外一线企业的检测，储备客户资源丰富。

同时，公司作为松下一次电池隔膜核心供应商，与松下电池稳定合作超过 10 年，产品品质得到深度认可；随着公司产能的逐步扩张，公司与松下电池二次锂电隔膜送样测试也在推进过程中，后续认证通过后有望直接进入国际一线动力电池企业供应链。

➤ 融资扩张破除产能瓶颈，高开工率重回领军阵营

公司前期产能规模仅 2000 万平，其中天津力神采购额占比高达 40%，因此公司产能制约下难以拓展新的大客户。受产能约束影响，公司 2016 年在国内隔膜市场份额占比约为 2%。

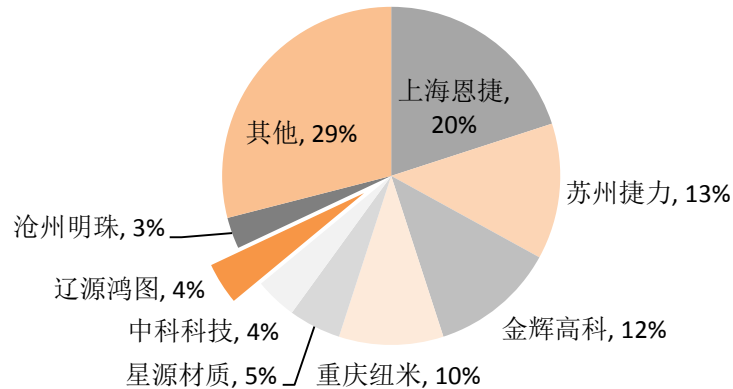
图表40 公司隔膜出货量占国内市场份额约 2%



资料来源:中国产业信息网、平安证券研究所

其中，公司产品出货量在湿法市场份额占比约为 4%，排名国内第 7。

图表41 公司湿法隔膜出货量占国内份额 4%，位列第 7



资料来源:高工锂电、平安证券研究所

2015 年公司启动 9000 万平方米/年锂离子电池隔膜二期工程项目；其中二期第一条年产 4500 万平方米生产线于 2016 年 12 月完成设备安装工作，进入投料试生产状态。以 2016 年公司可用产能 2375 万平米计，公司实现生产 2104.68 万平，产能利用率达到 88.59%，稳居行业领先水平。

图表42 公司产能利用率在以湿法隔膜为主要产品的隔膜企业中居前

企业	2016 年湿法隔膜名义产能 (万平方米/年)	2016 年湿法隔膜产量 (万平方米)
上海恩捷	14000	14222.67
苏州捷力	20000	8079.00
金辉高科	11500	5550.00
辽源鸿图	2000	2104.68

资料来源:公司公告、高工锂电、平安证券研究所

2017 年 3 月 9 日，鸿图隔膜发布股票发行预案，拟募集资金 2.06 亿元用于建设公司隔膜二期工程项目，该项目达产后公司将新增湿法隔膜基膜产能 4500 万平方米/年，预计 18 年公司有效产能达到 1.1 亿平方米，产能规模重回国内一线梯队。随着公司产能扩张凸显成效，储备客户放量可期。

公司收购鸿图隔膜是布局新能源汽车产业的第二步，有望打造公司新的主要业绩增长点。

五、投资建议

金冠电气传统业务领域在轨道交通市场继续拓展，未来持续受益于长春地铁建设推进，以及国内轨道交通建设大潮。公司成功并购南京能瑞，业务重心向用电侧稳步转移，实现“智能电网+新能源”的初步布局，借助充电桩业务成功切入新能源汽车市场。公司预案并购鸿图隔膜将在新能源汽车领域

更进一步，布局产业链内技术壁垒及毛利率水平最高的湿法隔膜领域，受益于隔膜国产化替代和动力电池三元化更新，为公司打造新的利润增长点。

预计公司母公司、南京能瑞传统业务处于平稳增长期，不考虑后续鸿图隔膜并购事项 2017-2019 年上市公司归母净利润为 1.76/2.00/2.25 亿元，未计入后续增发配套融资资金情况下 EPS 为 0.86/0.97/1.10 元/股，对应 PE 为 40.6/35.8/31.7 倍。考虑到鸿图隔膜有望于年底完成收购，按鸿图隔膜 17-19 年净利润 0.80/2.50/3.20 亿元计，则 17-19 年上市公司归母净利润为 1.76/4.50/5.45 亿元，配套融资按现价 34.85 元计算，股本增厚至 2.7 亿股，EPS 分别为 0.65/1.67/2.02 元，对应 PE 为 53.6/20.9/17.2 倍。

鸿图隔膜产能持续扩张、技术储备下高开工率高良品率、储备三星/松下高端客户的快速放量将使鸿图隔膜业务实现翻倍增长；且公司充电桩业务形成“电池-车-桩”产业联动，首次覆盖给予“推荐”评级。

六、 风险提示

宏观经济不及预期、轨交建设及新能源汽车推广不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	579	1800	1305	2438
现金	270	558	670	806
应收账款	218	847	432	1106
其他应收款	9	37	19	48
预付账款	10	39	19	50
存货	60	254	136	343
其他流动资产	13	65	29	84
非流动资产	228	222	290	363
长期投资	0	0	0	0
固定资产	106	110	173	240
无形资产	18	20	24	27
其他非流动资产	104	92	94	96
资产总计	807	2022	1595	2802
流动负债	179	1193	580	1574
短期借款	20	550	230	707
应付账款	84	348	189	470
其他流动负债	75	295	162	396
非流动负债	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	16	16	16	16
负债合计	195	1210	597	1590
少数股东权益	14	17	22	30
股本	174	205	205	205
资本公积	190	190	190	190
留存收益	235	387	559	751
归属母公司股东权益	599	795	976	1182
负债和股东权益	807	2022	1595	2802

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	24	-254	538	-222
净利润	61	179	204	233
折旧摊销	10	10	13	20
财务费用	-2	5	5	7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-52	-448	315	-481
其他经营现金流	7	0	0	0
投资活动现金流	-122	-4	-81	-93
资本支出	125	-6	68	73
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	3	-10	-13	-20
筹资活动现金流	237	15	-24	-27
短期借款	7	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	109	31	0	0
资本公积增加	132	0	0	0
其他筹资现金流	-10	-16	-24	-27
现金净增加额	139	-243	433	-341

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	378	1091	1311	1577
营业成本	237	702	874	1073
营业税金及附加	3	10	12	14
营业费用	22	57	64	76
管理费用	46	111	121	139
财务费用	-2	5	5	7
资产减值损失	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	66	206	235	268
营业外收入	5	4	4	4
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	71	209	239	272
所得税	11	30	35	39
净利润	61	179	204	233
少数股东损益	4	3	5	8
归属母公司净利润	56	176	200	225
EBITDA	74	224	257	298
EPS (元)	0.28	0.86	0.97	1.10

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	44.4	188.5	20.1	20.3
营业利润(%)	20.1	210.0	14.4	13.9
归属于母公司净利润(%)	12.6	211.7	13.6	12.8
获利能力				
毛利率(%)	37.3	35.6	33.4	31.9
净利率(%)	14.9	16.1	15.2	14.3
ROE(%)	9.9	22.0	20.5	19.2
ROIC(%)	8.6	13.4	17.1	12.5
偿债能力				
资产负债率(%)	24.1	59.8	37.4	56.7
净负债比率(%)	-40.8	-0.9	-44.1	-8.2
流动比率	3.2	1.5	2.2	1.5
速动比率	2.9	1.3	2.0	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	2.1	2.1	2.1	2.1
应付账款周转率	3.3	3.3	3.3	3.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.86	0.97	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	-1.24	2.63	-1.08
每股净资产(最新摊薄)	2.92	3.88	4.77	5.77
估值比率				
P/E	126.65	40.63	35.77	31.70
P/B	11.92	8.98	7.31	6.04
EV/EBITDA	93.0	32.0	26.2	23.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033