安信证券 ESSENCE SECURITIES

2016 年 01 月 22 日

公司深度分析

证券研究报告

电子设备

通合科技（300491.SZ）

电源专家迎新能源汽车风口，获崭新发展机遇

■**电源行业深耕多年，新能源车电源业务成长迅速：**公司成立于 1998 年，深耕电源行业数载，已开发出八大系列超百种高新技术产品；目前主营电力操作电源模块和电力操作电源系统、电动汽车车载电源及充换电站充电电源系统。公司 2014 年收入/盈利分别为 1.50/0.37 亿元，2012-2014 年收入/净利润 CAGR 分别为 15.57%/4.47%。目前公司收入主要来源为电力操作电源模块，2014 年占比 52.39%，近年来充换电站充电电源系统业务发展迅速，2012-2014 年占比分别为 7.77%、8.88%和 18.31%。

■**下游需求仍广泛，新能源汽车高速发展打开车载电源及充电市场蓝海：**电力操作电源产业链下游横跨电力、钢铁、冶金、水泥、煤矿等众多行业，需求广泛。2012-2014 年全国电网建设年投资额和新增发电设备装机容量 CAGR 分别为 5.60%/11.57%,逐年加大。黑色金属矿采选业、混凝土与水泥制品业、石化产业固定投资也都保持稳步增长。同时随着我国相继推出多项扶持新能源和节能汽车产业的政策和措施，新能源汽车迎来最佳发展机遇，车载电源和充换电站电源市场将面对蓝海市场。

■**公司技术研发实力突出，客户群体稳定：**公司具有较强研发能力，独有的“谐振电压控制型功率变换器”技术可有效提升生产效率，降低生产成本，公司是国内唯一一家实现功率变换全程软开关的电力电子企业。此外,公司在电力操作电源领域积累了丰富的项目经验和良好的口碑，与鲁能智能、国电南瑞、宇通客车等均长期合作，客户资源深厚。

■**新能源汽车相关市场望驱动公司业绩持续攀升：**公司上市后品牌及资金实力提升，望加速展开一系列投资项目，扩大电动汽车车载电源及充换电站充电电源系统等新兴市场产品的生产规模，加强对新能源并网逆变器、新能源电动汽车电机控制器等具发展潜力的高端电力电子产品的研发。这些新兴市场产品的研发和推广将促使公司业务规模及利润稳步增长。

■投资建议：我们看好公司未来在新能源车领域的发展，预计后续会有更多布局，预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.54/0.60/0.68 元，稳健成长；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 75 元，对应 60 亿市值。

■**风险提示：**税收政策风险、下游市场波动导致业务增速下滑的风险

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	134.4	150.0	180.1	213.9	254.5
净利润	36.4	37.3	42.9	47.9	54.2
每股收益(元)	0.61	0.62	0.54	0.60	0.68
每股净资产(元)	2.52	3.01	5.42	6.01	6.69

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	17.3	16.9	19.6	17.5	15.5
市净率(倍)	4.2	3.5	1.9	1.7	1.6
净利润率	27.1%	24.8%	23.8%	22.4%	21.3%
净资产收益率	24.1%	20.6%	9.9%	10.0%	10.1%
股息收益率	0	0	0	0	0
ROIC	5.7	3.5	2.7	1.6	1.2

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

首次评级

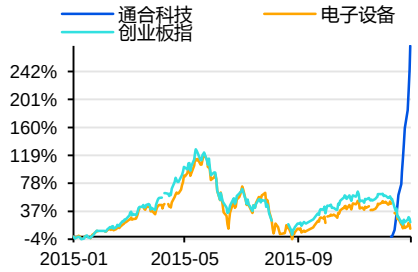
6 个月目标价： 75 元

股价（2016-01-21） 57.33 元

交易数据

总市值（百万元）	4,586.40
流通市值（百万元）	1,146.60
总股本（百万股）	80.00
流通股本（百万股）	20.00
12 个月价格区间	15.09/57.33 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	25.35	9.91	-27.14
绝对收益			

黄守宏 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
010-66581627

孟兴亚 报告联系人
mengxy@essence.com.cn

相关报告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

一、公司概览：深耕电源行业多年，新能源车电源业务成长迅速 4
二、下游需求仍广泛，新能源汽车高速发展打开充电市场蓝海 5
2.1 电力操作电源：下游面向电力与非电力两类市场，细分领域需求仍广泛 5
2.1.1 电网及电厂投资不断提高，电力操作电源产品需求同步提升 5
2.1.2 非电力行业用电量负荷大，电力操作电源投入不可或缺 6
2.2 新能源汽车迎最佳发展机遇，车载电源和充换电站电源市场面对蓝海市场 7
三、公司分析：稳步发展电力操作电源业务，加速掘金车载电源和充换电站充电电源市场 9
3.1 主营业务分析 9
3.2 竞争优势分析 11
3.2.1 技术研发实力突出，首创技术获得高水平专家肯定 11
3.2.2 产品通过多项质量认证，公司获得多方肯定 11
3.2.3 客户群稳定庞大，示范项目众多 12
3.2.4 独门技术提升材料利用率，有效管理降低产品成本 12
3.3 未来成长驱动因素 12
3.3.1 新产品持续推出助公司紧跟市场潮流 12
3.3.2 上市后资金实力及品牌优势推进项目进展 12
3.3.3 各方产业政策扶持，新能源车充电侧市场需求旺盛 13
3.4 财务分析 13
3.4.1 收入稳步增长，业绩受税收优惠影响较明显 13
3.4.2 车载及充换电站充电电源系统产品占比上升，业务分布主要集中在华北和华东 13
3.4.3 毛利率保持良好，期间费用率保持稳定 14
3.4.4 现金流状况稳定，收现比稳定提升 15
3.4.5 负债率适中，应收账款回款能力良好 15
四、募集资金投向 16
五、风险因素 17
5.1 税收政策风险 17
5.2 下游市场波动导致业务增速下滑的风险 17
5.3 产品价格下降的风险 18
5.4 研发风险 18
5.5 应收账款快速增长的风险 18
六、投资建议 18

图表目录

图 1：公司主营业务 4
图 2：公司发行后股权结构图 4
图 3：2012-2014 年国内电力操作电源下游行业市场结构 5
图 4：我国历年电网建设投资额（亿元） 6
图 5：2012-2014 年国内操作电源系统市场销售额情况（万） 7
图 6：2012-2014 年国内操作电源模块市场销售额情况（万） 7
图 7：2014-2020 年新能源汽车销量预测（万辆） 8
图 8：2012-2014 年国内车载 AC-DC 充电机市场规模 8

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 9：2012-2014 年国内车载 DC-DC 转换器市场规模 8
图 10：2010-2014 年电动汽车充电电源系统市场规模 9
图 11：电力操作电源系统部分产品 10
图 12：电力操作电源模块部分产品 10
图 13：电动汽车车载电源主要产品 10
图 14：电动汽车充换电站充电电源系统 10
图 15：公司分业务收入（百万元） 11
图 16：公司分业务收入占比 11
图 17：公司分业务毛利占比 11
图 18：2014 年公司前五大客户收入占比 11
图 19：公司历年营业收入（百万元）及增长率 13
图 20：公司历年归母净利润（百万元） 13
图 21：公司历年收入地区占比 14
图 22：公司分业务历年毛利率（%） 15
图 23：公司历年三项费用率（%） 15
图 24：公司历年经营性现金流净额（百万） 15

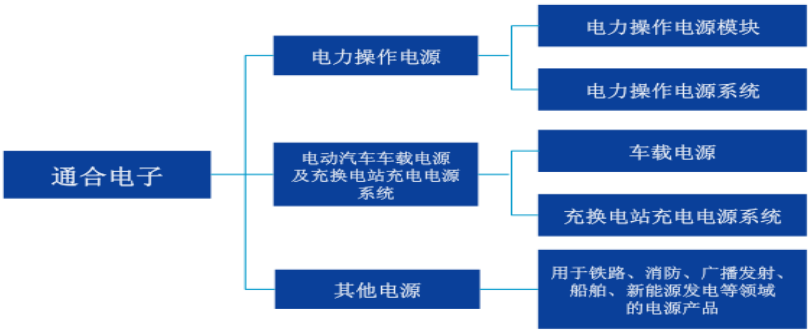
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

一、公司概览：深耕电源行业多年，新能源车电源业务成长迅速

1998 年成立以来，公司始终致力于电力电子技术创新，是集高频开关电源及相关电子产品研产销、服务于一体，并能够为客户提供系统能源解决方案的高科技厂商。公司已开发出八大系列超百种高新技术产品，目前涵盖**电力操作电源模块和电力操作电源系统、电动汽车车载电源及充换电站充电电源系统等业务**。随着绿色能源和低碳经济的兴起，公司近年在新能源车充电模块、充电桩电源、高压变频调速、光伏风电逆变并网技术上取得长足进展，公司电动车车载电源及充电设备电源收入从 2012 年的 1662.2 万元提升至 2014 年的 3735.2 万元，年均复合增长率近 50%，成长迅速。

公司在功率变换技术领域拥有多项国家专利技术，**是国内唯一一家实现功率变换全程软开关的电力电子企业**。公司产品销售遍及全国 20 余省市，同时海外市场正逐步开拓；目前公司海内外拥有超 600 家客户，其中包括鲁能智能、国电南瑞、国网普瑞特等知名电力设备厂商以及宇通客车、福田汽车等大型整车制造商。

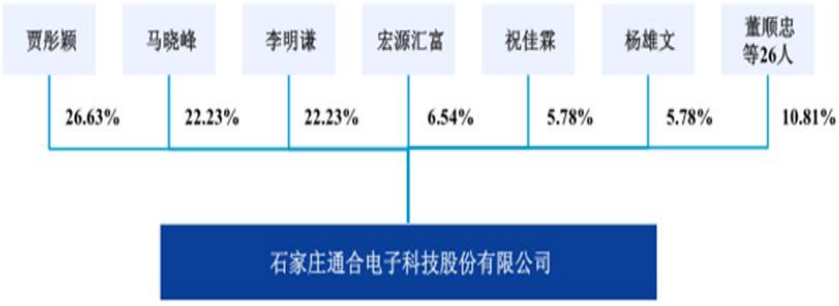
图 1：公司主营业务



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司股权结构较为集中，贾彤颖、马晓峰、李明谦为公司的控股股东和实际控制人，共直接持股 71.09%；其中贾彤颖持有公司 26.63%的股权，马晓峰持有公司 22.23%的股权，李明谦持有公司 22.23%的股权。

图 2：公司发行后股权结构图



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

二、下游需求仍广泛，新能源汽车高速发展打开充电市场蓝海

2.1 电力操作电源：下游面向电力与非电力两类市场，细分领域需求仍广泛

电力操作电源产业链下游主要面向**电力行业**和**非电力行业**两块市场，其中电力行业主要由电网和电厂构成，非电力行业主要包括钢铁冶金、煤矿、水泥、石化等领域。电力操作电源市场的增长仰仗下游行业的稳定发展。“十二五”期间电力与非电力市场中,电网、电厂、石化、冶金、电动汽车等领域均不同程度受惠于国家政策，电源行业总体投资规模持续扩大，2012/2013/2014 年电力操作电源市场容量分别达 46.7/48.9/50.9 亿元,我们预计十三五期间电改政策将带动电网与电厂进一步改造,将释放更多市场空间,操作电源市场容量稳中有升。

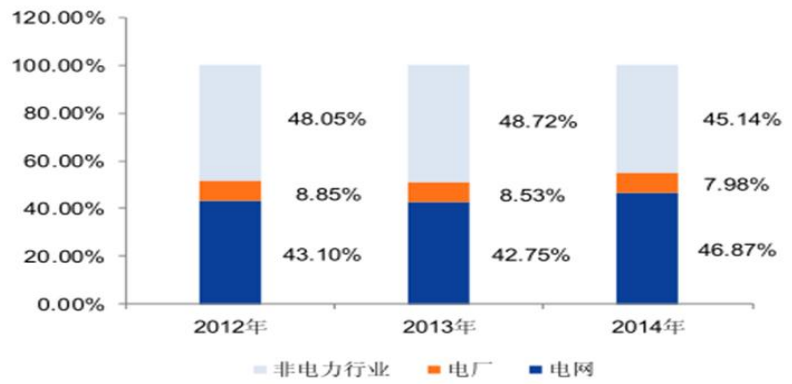
表 1：电力操作电源下游市场简介

下游行业	2012 年	2013 年	2014 年	
	销售额（万元）	销售额（万元）	销售额（万元）	复合增长率
电网	201,500	209,152	238,778	8.86%
电厂	41,362	41,726	40,675	-0.83%
非电力行业	224,611	238,314	229,945	1.18%
总和	467,473	489,192	509,398	

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

十二五期间，国内电力操作电源下游行业结构较稳定，非电力行业与电网行业的需求基本相当，而其中电厂对电源的需求约占总市场的 8%左右。

图 3：2012-2014 年国内电力操作电源下游行业市场结构



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.1.1 电网及电厂投资不断提高，电力操作电源产品需求同步提升

新电改促进电网投资稳定增长。目前我国宏观经济增速放缓，急需相关领域投资带动增长。电网投资是首选领域之一，2012-2014 年全国电网建设年投资额分别为 3,693 亿元、3,984 亿元和 4,118 亿元,逐年加大。此外,随着新电改政策落地，能源互联网时代到来，作为能源

互联网基础的智能电网也将迎来加速发展，未来电网投资望继续加大。

我国电网市场主要参与者为国家电网和南方电网，电力操作电源系统对国家电网和南方电网的销售规模随两网电网投资，同步稳定增长；2012-2014 年间，相关市场年均复合增长率分别达 12.01%和 2.33%,2014 年国内电力行业操作电源市场达 23.9 亿元。

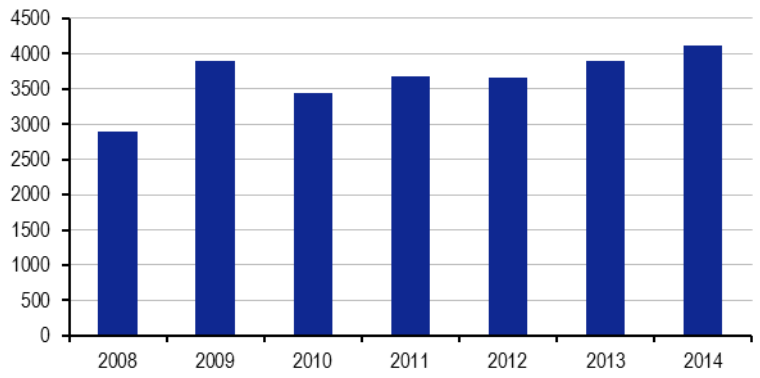
具体来看，国网在“十二五”期间投入了 1.7 万亿在电网，并积极推进智能电网建设，相关投资落地后直接带动了智能一体化电源市场的发展。南网也规划投资了 5000 亿元用于“十二五”固定资产投资，虽然投资额不及国网，但同样利好操作电源市场扩容。

表 2：2012-2014 年国内电力操作电源系统电网市场销售情况

下游行业市场销售额（万）	2012 年	2013 年	2014 年	2012-2014 年间平均复合增长率
国家电网	132,659	138,550	166,696	12.01%
南方电网	68,841	70,602	72,082	2.33%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 4：我国历年电网建设投资额（亿元）



资料来源：国家电网，安信证券研究中心

社会用电量增长促进电厂建设投资。电力操作电源市场在电厂市场的增长主要受国内发电设施投资的带动。2012-2014 年国内全社会用电量持续增长，2013 年和 2014 年分别达到 53,223 亿千瓦时和 55,233 亿千瓦时，同比分别增长 7.32%和 3.78%。社会用电量的不断增长激发电厂建设持续投资、发电设备装机容量持续扩充，2012-2014 年全国新增发电设备装机容量分别为 8,315 万千瓦、9,400 万千瓦和 10,350 万千瓦。在国内发电设施投资的拉动下，2014 年电力操作电源系统在电厂市场的销售额达到 4.06 亿元，继续在操作电源行业保持近 8%的市场份额。

2.1.2 非电力行业用电量负荷大，电力操作电源投入不可或缺

钢铁冶金、水泥、石化、煤矿等非电力行业的企业用电负荷大，需自建变电站，而电力操作电源是保证变电站正常运行的重要组件，因此钢铁等非电力行业中的固定资产投资大多包含对电力操作电源的投资。据统计,2014 年，我国黑色金属矿采选业固定资产投资额为 1,690 亿元，同比增长 1.44%；2013 年，混凝土与水泥制品业完成固定资产投资 2,085 亿元，同比增长 12.70％；石化产业固定资产投资 20,000 亿元，继续保持 2011 年以来的稳步增长趋势。以上非电力行业的新增固定资产投资带动了电力操作电源需求的增长，2014 年国内电力操作电源系统在非电力行业市场销售额达到 22.99 亿元，在 2012-2014 年间年均复合增长率达到 1.18%。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

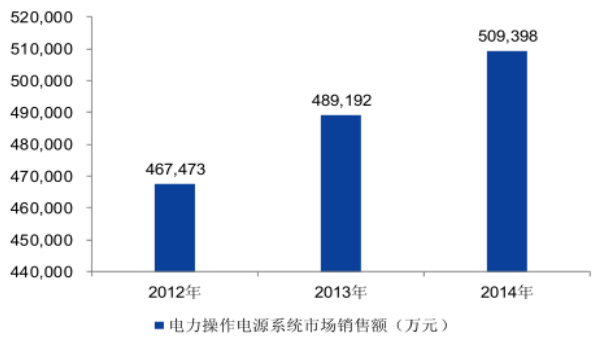
表 3：2012-2014 年国内电力操作电源系统市场非电力行业市场增长情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2012-2014 年间平均复合增长率
非电力行业销售额（万元）	224,611	238,314	229,945	1.18%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

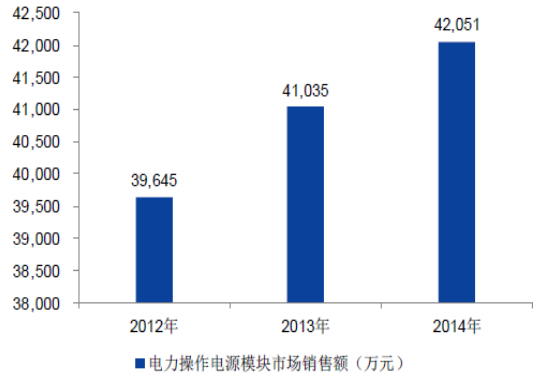
此外随着基础行业投资的持续加大，市场对电力操作电源模块的需求亦保持增长。2014 年国内电力操作电源模块市场销售额达 4.21 亿元，同比增长 2.48%。

图 5：2012-2014 年国内操作电源系统市场销售额情况（万）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 6：2012-2014 年国内操作电源模块市场销售额情况（万）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.2 新能源汽车迎最佳发展机遇，车载电源和充换电站电源市场面对蓝海市场

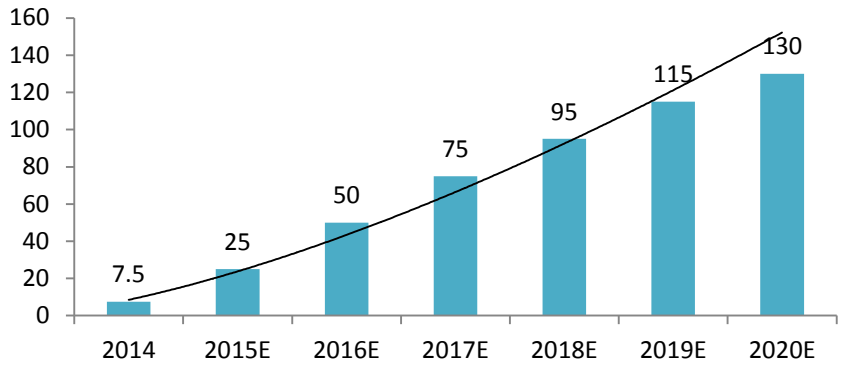
电动汽车车载电源和充换电站充电电源产业链下游主要面向电动汽车制造商和充换电站系统集成商，其增长来自新能源汽车和充电桩产业的快速发展。

自 2009 年《汽车产业调整和振兴规划》发布以来，我国相继推出了多项扶持新能源汽车产业的政策和措施，新能源和节能汽车发展进入了快速增长通道。2015 年 10 月 30 日，《中国制造 2025》重点领域技术路线图编制完成。根据路线图，到 2020 年，中国新能源汽车年销量将达到汽车市场需求总量的 5%以上，总体规模 200 万辆左右，其中自主新能源汽车市场销量超过 100 万辆，份额达到 70%以上。但目前新能源车整个市场处于启动初期阶段(2015 年预计产销量超 25 万)，未来具有巨大发展潜力。

作为新能源车的重要零部件之一，车载电源的销售定会随着整车市场的发展而增长。电动汽车车载电源主要包括车载 AC-DC 充电机、DC-DC 转换器两种产品。2014 年，国内车载 AC-DC 充电机市场规模达到 3.25 亿元，同比增长 397.80%。2014 年，国内 DC-DC 转换器市场规模达到 1.5 亿元，同比增长 149.57%，未来随着新能源车的迅猛发展，预计车载电源市场规模仍将保持快速增长。

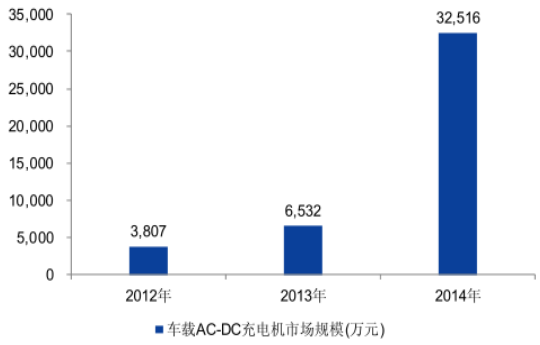
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 7：2014-2020 年新能源汽车销量预测（万辆）



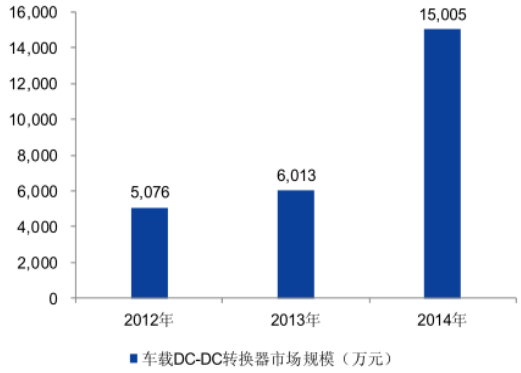
资料来源：工信部、互联网公开资料,安信证券研究中心

图 8：2012-2014 年国内车载 AC-DC 充电机市场规模



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 9：2012-2014 年国内车载 DC-DC 转换器市场规模



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

电动汽车充换电站行业同样增势迅猛。根据《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020年)》，到 2020 年底，我国计划建设 1.2 万座充电站，480 万个充电桩，而截至 2014 年底，全国仅建成充电站 780 座，充电桩 3.1 万个与指南目标相差巨大，充电桩行业未来在政策驱动下会呈加速发展趋势。

电动汽车充换电站充电电源系统是充换电站建设中的重要设备，以 2012-2014 年相关数据估算，充换电站与充电桩中电源模块的投资占比约在 20%上下；在国家政策的大力扶持下，全国充换电站及充电桩的大规模建设带动了充电电源系统市场的快速发展；

2010 年和 2011 年，电动汽车充换电站充电电源系统市场规模快速膨胀，但由于 2011 年充电站大规模建设但利用效率不高，2012 年该市场规模有所回落，约为 2.7 亿元。2013 年随着新能源汽车政策的日益明朗，电动汽车充换电站充电电源系统市场规模稳步上升，达到 5.1 亿元，同比增长 88.40%。2014 年电动汽车充电电源系统市场规模有所波动，达到 4.0 亿元，同比有所下降。

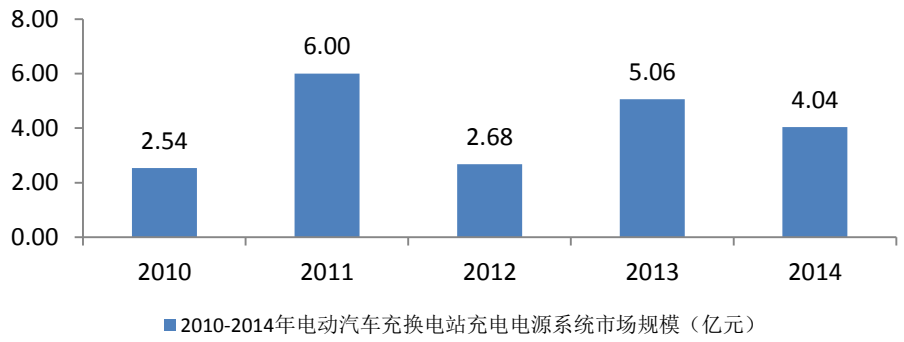
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 4：2012-2014 年国内电动汽车充换电站、充电桩建设规模

年度	2012 年	2013 年	2014 年
充换电站（个）	122	209	159
充电桩（个）	1628	5847	13641
充换电站与充电桩投资额（亿元）	21.54	24.68	18.16

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 10：2010-2014 年电动汽车充电电源系统市场规模



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

三、公司分析：稳步发展电力操作电源业务，加速掘金车载电源和充换电站充电电源市场

3.1 主营业务分析

公司主要从事高频开关电源及相关电子产品的研发、生产和销售。公司的产品包括电力操作电源系统、电力操作电源模块、电动汽车车载电源及充换电站充电电源系统和其他电源。公司自成立以来主营业务未发生重大变化。

表 5：公司主要产品简介

产品分类	详细
模块产品	船用电源、广播发射电源、EPS 消防电源 T、通信电源、电力电源、铁路电源、特种电源、通信电源 TH2
整机产品	智能一体化电源、电动汽车充电整机、电动汽车充电站、电动汽车充电一体、直流系统 THGZ、一体化直流系统、壁挂系统
其他产品	电力电源监控系统、系统通用组件、电源监控器

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

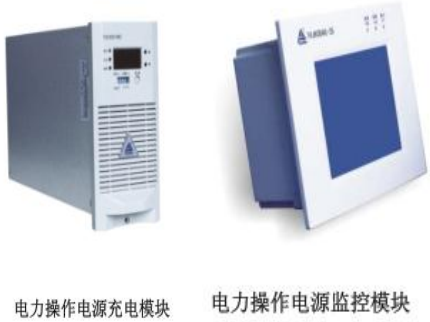
电力操作电源系统是指为发电厂、变电站的电力自动化系统、高压断路器分合闸、继电保护装置、自动装置及事故照明等设备提供交流电源、直流电源、交流不间断电源的电力自动化电源设备，是在外部交流电中断的情况下，保证有后备电源继续提供电源供给的重要设备，适用于智能电网、电厂、变电站等多个领域。电力操作电源系统是公司近年新投入的产品线之一，2012-2014 年公司该业务收入分别为 947.68 万元、1,839.49 万元和 1,739.38 万元，占主营业务收入比分别为 8.53%、13.81%和 11.72%。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 11：电力操作电源系统部分产品

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 12：电力操作电源模块部分产品



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

电力操作电源模块是电力操作电源系统的核心部件，主要包括充电模块、监控模块、通信模块、逆变模块等。公司是行业领先的电力操作电源模块制造商，电力操作电源模块也是公司传统的核心产品，2012-2014 年该业务收入分别 7,122.40 万元和 8,302.55 万元和 7,857.97 万元，占主营业务收入比例分别为 64.12%、62.32%和 52.96%。2014 年该业务收入下降是由于行业增速放缓，产品价格下调所致。

电动汽车车载电源主要包括车载 AC-DC 充电机、DC-DC 转换器两种产品。车载 AC-DC 充电机的作用是将电网上的交流电转换成能够满足电动汽车电池充电要求的直流电，并按照电池特性对电池的充电过程进行保护与控制。DC-DC 转换器的作用是将电动汽车上的高压动力电池中的电能转换为低压直流电，提供给仪表设备等各种车载电器使用，同时为低压蓄电池充电。

公司车载电源运用自主研发的“谐振电压控制型功率变换器”技术，采用自然冷却的散热方式，与采用强制风冷散热方式的车载电源相比具有转换效率高、可靠性高、易维护的优势。2012-2014 年度，车载电源收入分别为 797.64 万元、619.7 万元和 988.15 万元，占主营业务收入比分别为 7.18%、4.65%和 6.66%。

图 13：电动汽车车载电源主要产品

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 14：电动汽车充换电站充电电源系统

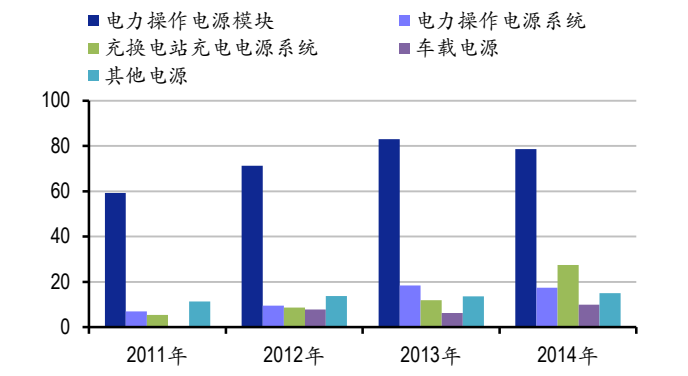
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

电动汽车充换电站充电电源系统是电动汽车充换电站核心组成部分之一。由交流配电单元、充电模块和监控单元等构成。公司作为最早涉足国内电动汽车充换电站充电电源系统领域的企业之一，近年来，随着国家新能源汽车政策利好及国内充换电站项目的不断开展，产品收入逐年增加，2012-2014 年，该业务收入分别为 864.59 万元、1,193.30 万元和 2,747.07 万

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

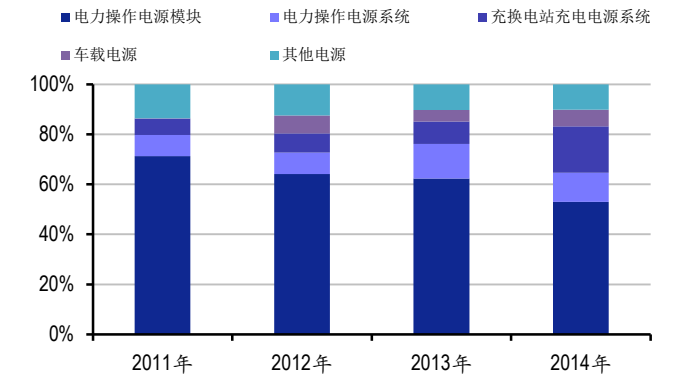
元，占主营业务收入比分别为 7.78%、8.96%和 18.52%，成为公司新的盈利增长点。

图 15：公司分业务收入（百万元）



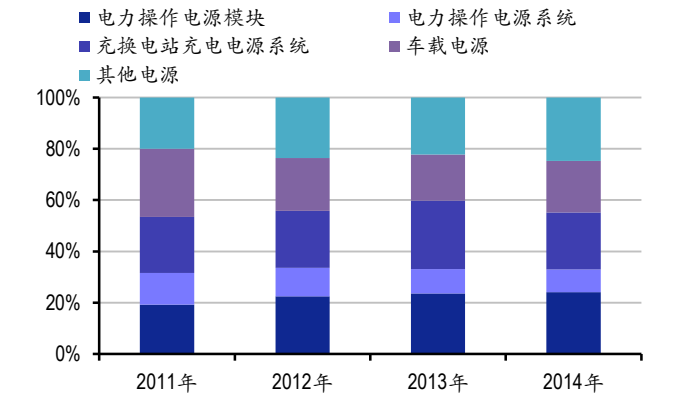
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 16：公司分业务收入占比



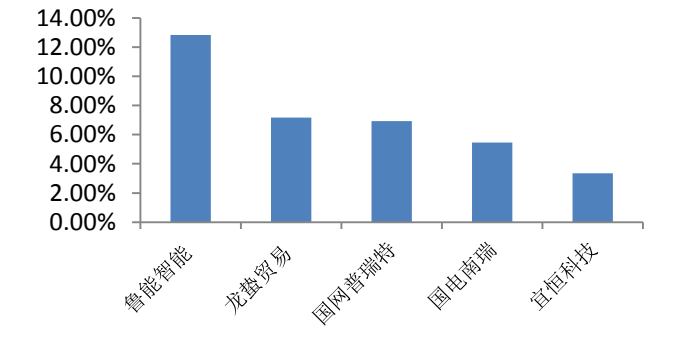
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 17：公司分业务毛利占比



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 18：2014 年公司前五大客户收入占比



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司拥有一批长期合作客户，如鲁能智能、宇通客车、泰昂能源等，2012-2014 年前五大客户收入占比分别达 27.83%、33.65%和 35.73%，若按受同一集团控制的客户合并计算，该指标分别达 30.18%、39.99%和 43.10%。

3.2 竞争优势分析

3.2.1 技术研发实力突出，首创技术获得高水平专家肯定

公司系高新技术企业，组建了优秀的技术研发团队，截至 2014 年底，公司技术研发人员 101 人，占员工总人数 28.37%。共取得专利 36 项、软件著作权 24 项。值得一提的是，公司首创的“谐振电压控制型功率变换器”技术使谐振式开关电源的全程软开关技术进入了产业化阶段，被中国电源协会名誉理事长、清华大学教授蔡宣三和赵良炳等著名专家评为国际先进水平，公司也成为**国内唯一一家**实现功率变换全程软开关的电力电子企业。

3.2.2 产品通过多项质量认证，公司获得多方肯定

公司先后通过了 ISO9001：2008 国际质量体系认证，在质量控制方面依据 GB/T19001-2008 质量管理体系制定了完善的质量控制规范和操作流程，保证了公司产品性能和质量的全面领先，获得了“优秀高新技术企业”、“河北省第四届优秀软件企业”等称号。公司产品规格齐全、品类丰富，覆盖了多种设备和多个行业，能够为客户提供全面的产品配套服务及系统解

决方案，有效增强了产品的市场竞争力。

表 6：公司所获资质

优秀高新技术企业	诚信建设示范单位	河北省著名商标企业
河北省第四届优秀软件企业	中国电源学会常务理事单位	石家庄市企业技术中心
电力电子应用工程技术研究中心	2011 年度科技创新进步企业	2011 年度纳税大户荣誉

资料来源公司官网，安信证券研究中心

3.2.3 客户群稳定庞大，示范项目众多

公司拥有超过 600 家客户，其中包括鲁能智能、国电南瑞、国网普瑞特等知名电力设备厂商以及宇通客车、福田汽车等大型整车制造商。公司为“国家电网上海高科充电站”、“国家电网湖北襄阳停堡场充电站”、“上海嘉定叶城路换电站”、“赣州章江新区换电站”等项目建设提供了充电电源系统及相关产品。“通合科技”已成为行业知名品牌，获得了客户高度认可，为公司进一步发展奠定了坚实的品牌基础。

3.2.4 独门技术提升材料利用率，有效管理降低产品成本

公司独有的“谐振电压控制型功率变换器”技术使公司产品功率密度更高、体积更小、重量更轻，有效提升了器件的利用率，大幅降低了原材料的耗用量；同时公司对不同类型、不同等级的电源产品进行标准化设计、模块化生产，提高了通用器件的使用率和采购规模，降低了产品原材料的采购价格；公司采用“双品牌、双供方”的供应商管理策略，全面推行“标准成本”的管理措施，有效降低了产品成本。

3.3 未来成长驱动因素

3.3.1 新产品持续推出助公司紧跟市场潮流

公司未来继续在电力操作电源及一体化电源配套市场深耕细作的同时，将大力发展电动汽车车载电源及充换电站充电电源系统等新兴市场产品的生产规模，加大市场开拓力度，提高其市场占有率和竞争力；加强对新能源并网逆变器、新能源电动汽车电机控制器等具发展潜力的高端电力电子产品的研发。

公司计划在未来三年内推出高频模块化并网设备，研发新能源汽车电机控制器，完成单机功率 3kW-15kW、输出电压 20V-750V 全系列产品。长期规划还包括开发完整的电动汽车充换电站运营管理系统，充换电站的供配电系统、充电与计量系统、监控管理系统等。这些新兴市场产品的研发和推广将促使公司业务规模及利润稳步增长。

表 7：公司未来三年内新产品开发计划

待开发产品	简要说明
模块化并网设备	推出高频模块化并网设备，应用于光伏、微网、储能、分布式发电等新能源和智能电网建设领域。
电动汽车车载电源及电机控制器	高效率水冷和高效率自冷两大系列汽车级电源产品；提高车载 AC-DC 充电机和 DC-DC 转换器的转换效率；研发新能源汽车电机控制器。
电动汽车充换电站充电电源系统技术升级	完成单机功率 3kW-15kW、输出电压 20V-750V 全系列产品，户外交直流一体桩。
智能一体化电源系统	构建一体化电源系统信息平台，为客户提供从底层监控模块到后台监控的全套解决方案。
电力操作电源	采用数字化控制技术，优化软开关和 EMC 技术升级电力操作电源。

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.3.2 上市后资金实力及品牌优势推进项目进展

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司上市后资金实力将显著增强，品牌影响力也将扩大。随着募集资金投资项目展开，公司将进一步提高产能、扩大生产规模、增加产品技术含量，使公司核心竞争力得到进一步加强。

3.3.3 各方产业政策扶持，新能源车充电侧市场需求旺盛

随着国内电力投资加大、智能电网建设及“十二五”期间中国战略性新兴产业的大力发展等因素影响，未来五年中国电力操作电源系统市场将持续稳定增长。同时，国家相继推出了多项扶持新能源汽车产业的政策和措施，试点城市不断增加，新能源与节能汽车发展面临良好的发展机遇。国内车载 AC-DC 充电机和 DC-DC 转换器市场将随着新能源汽车的推广应用而快速发展。随着新能源汽车的快速增长，与之配套的新能源汽车充电桩和充换电站行业也将保持增长，预计到 2020 年，国内电动汽车充电桩和充换电站的市场规模将达到 600 亿元。

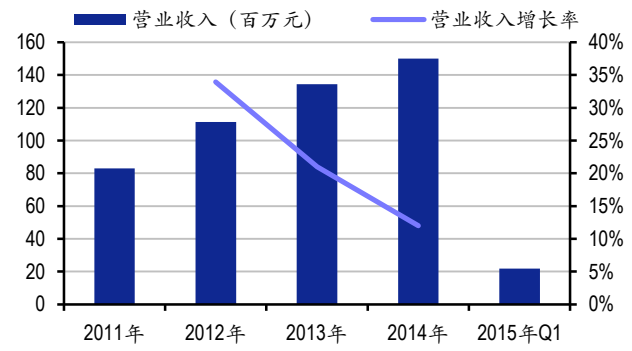
3.4 财务分析

3.4.1 收入稳步增长，业绩受税收优惠影响较明显

公司产品市场需求近年保持稳定增长，2012-2014 年度营业收入分别达 1.11 亿元、1.34 亿元、1.50 亿元，分别同比增长 33.93%、20.76%、11.61%，2014 年增速下降主要系行业增速放缓、市场竞争加剧产品价格下降所致。2012-2014 年度归母净利润分别为 0.34 亿元、0.36 亿元、0.37 亿元，分别同比增长 37.53%、6.54%、2.44%，近年增速有所放缓。

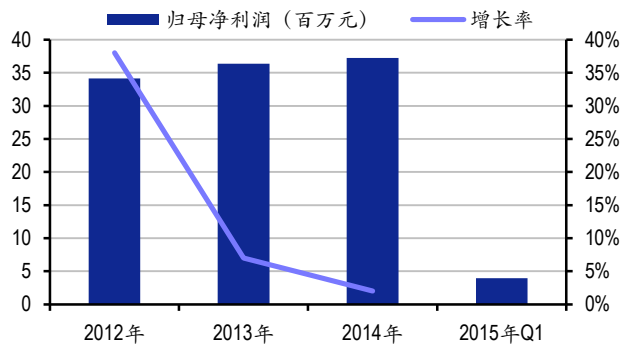
值得注意的是，公司收入和盈利虽保持乐观，但也应看到，由于公司享受了软件产品增值税退税优惠政策，2012-2014 年增值税返还在利润总额中占比均达 20%左右，不排除未来因政策优惠减少而导致业绩有所波动的可能。

图 19：公司历年营业收入（百万元）及增长率



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 20：公司历年归母净利润（百万元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

表 8：公司 2012-2014 年度享受软件产品增值税退税优惠政策情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
增值税返还	865.83	763.43	835.18
利润总额	3,814.51	4,017.80	4,119.25
占比	22.70%	19.00%	20.28%

资料来源：招股说明书,安信证券研究中心

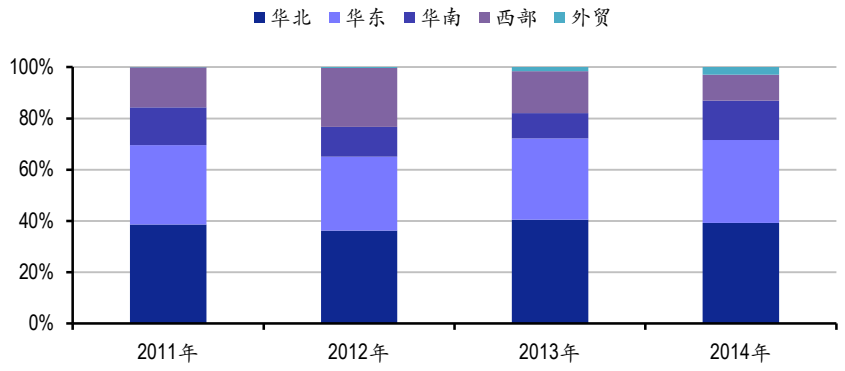
3.4.2 车载及充换电站充电电源系统产品占比上升，业务分布主要集中在华北和华东

公司主要产品包括电力操作电源模块和电力操作电源系统、电动汽车车载电源及充换电站充

电电源系统，主营业务收入占营业收入的比重在 98%以上。其中电力操作电源模块作为公司传统的核心产品，是公司的主要利润来源，收入占比一直较为稳定，近三年平均占比 59.8%。

近年来，随着国家新能源汽车政策利好及国内充换电站项目的不断开展，公司电动汽车车载电源及充换电站充电电源系统产品收入逐年增加，2012-2014 年其收入占主营业务收入比例分别为 14.96%、13.61%和 25.18%。2015 年第一季度更是达到 40.61%，成为公司新的盈利增长点。

图 21：公司历年收入地区占比



资料来源：wind，安信证券研究中心

在地区分布方面，公司收入来源重心在北方和华东地区，近三年这两块地域主营业务收入总占比均在 65%以上。

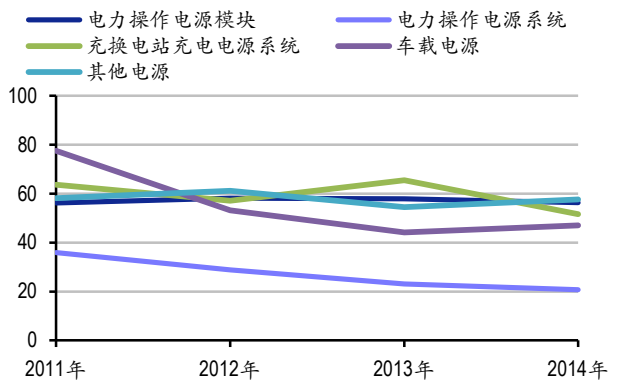
3.4.3 毛利率保持良好，期间费用率保持稳定

2012/2013/2014 年公司总毛利率分别为 55.54%/52.67%/50.62%。分业务毛利率中，公司核心产品电力操作电源模块 2012-2014 年毛利率分别为 58.11%、57.96%和 56.36%，毛利率保持较好水平，但近年略有下降，主要是由于 2013 和 2014 年，电力操作电源模块产品平均价格均有所下调。公司电力操作电源系统 2012-2014 年毛利率分别为 28.90%、23.12%和 20.71%，呈下降趋势，主要系公司重点客户对产品性能指标要求较高，原材料成本和人工成本上升所致。

2012-2014 年，公司车载电源毛利率分别为 53.24%、44.10%和 47.02%，电动汽车充换电站充电电源系统毛利率则分别为 57.17%、65.56%和 51.65%。由于电动汽车车载电源及充换电站充电电源系统属于定制化产品，针对不同客户销售的产品差异较大，因此这两项业务收入毛利率有所波动。

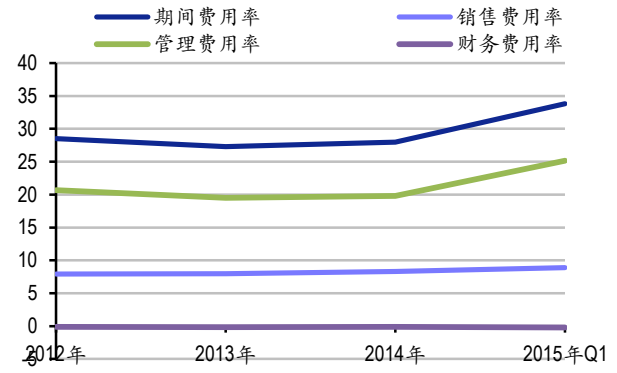
近年来公司期间费用率基本保持稳定，2012-2014 年分别为 28.52%、27.30%、27.99%，其中管理费用占比较大。而受利息收入影响，财务费用近年均为负。

图 22：公司分业务历年毛利率（%）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 23：公司历年三项费用率（%）



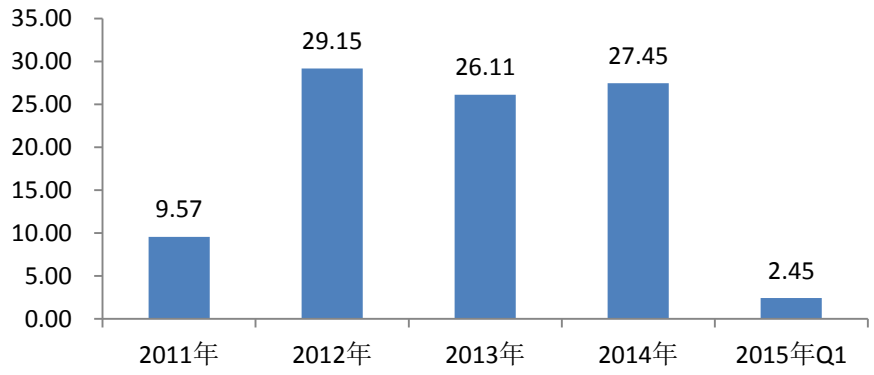
资料来源：wind，安信证券研究中心

3.4.4 现金流状况稳定，收现比稳定提升

2012-2014 年，公司经营活动现金流量净额均为正数且处于相对较高水平，与净利润有一定差异，主要是由于经营性应收项目、经营性应付项目及存货等因素变动导致的。

收现比方面，2012-2014 年分别为 90.09%、94.75%、96.76%，公司回款能力保持良好且较高水平。

图 24：公司历年经营性现金流净额（百万）



资料来源：wind，安信证券研究中心

3.4.5 负债率适中，应收账款回款能力良好

2012-2014 年，公司资产负债率分别为 25.47%、26.27%、27.90%，保持较强的偿债能力。

流动性方面，近三年公司的流动比率、速动比率均维持在优良水平。2012-2014 年，公司流动比率分别为 6.11、5.18 和 3.75，速动比率分别为 5.23、4.41 和 3.19，表明公司在业务增长的同时一直保持着较强的短期偿债能力。

2012-2014 年，公司应收账款周转率分别为 6.20、4.86 和 3.55，应收账款周转速度总体较快，2013 和 2014 年速度有所下降一方面是由于随着公司销售规模的扩大和客户结构的优化，年末应收账款余额逐年增加，另一方面则是因为相对于公司传统产品，电动汽车车载电源及充换电站充电电源系统产品结算周期更长，导致公司应收账款周转率下降。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 9：可比公司各项指标对比

	2014	2013	2012
-流动比率			
奥特迅	3.83	2.87	4.96
中恒电气	5.01	3.61	6.70
科士达	2.96	2.48	3.80
科华恒盛	1.78	2.51	2.61
公司	3.75	5.18	6.11
-速动比率			
奥特迅	2.87	3.19	3.84
中恒电气	3.61	4.85	5.90
科士达	2.48	2.18	3.29
科华恒盛	1.51	1.94	2.29
公司	3.19	4.41	5.23
-资产负债率（%）			
奥特迅	21.07	19.90	16.40
中恒电气	20.29	12.62	16.32
科士达	27.33	29.77	20.86
科华恒盛	41.55	32.21	28.39
公司	27.90	26.27	25.47
-应收账款周转率（次）			
奥特迅	1.56	1.51	1.38
中恒电气	1.71	1.56	2.23
科士达	2.78	2.92	3.35
科华恒盛	2.63	2.97	3.45
公司	3.55	4.86	6.20

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

四、募集资金投向

公司拟发行不超过 2,000 万股普通股募集资金延伸和扩张公司现有主营业务，巩固和提升技术研发水平。募集的资金加上国家和河北省各项补助 2675 万元，主要用于投资高频软开关功率变换设备研制和产业化项目，项目投资总额 2.06 亿元。

表 10：募集资金投资项目

项目名称	项目建设内容	项目计划投资额（万元）	建设期
高频软开关功率变换设备研制和产业化项目	电力操作电源及一体化电源系统建设	5,838.83	2 年
	电动汽车车载电源及充换电站充电电源系统产业化	8,856.76	
	技术研发中心建设	5,936.83	
	小计	20,632.42	

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

募投项目拟建设电源中试实验楼、电源装配楼、综合仓库、倒班宿舍等建筑物。电力操作电源及一体化电源系统建设设计建设期为两年，第 3 年生产负荷率达到 80%，第 4 年生产负荷率达到 100%。项目建成后电力操作电源模块的年生产能力将增加 6 万台、一体化电源系统年生产能力将增加 300 套。项目达产后正常年（第 4 年）销售收入 1.08 亿元，税后内部收益率为 35.44%，税后静态投资回收期（含建设期）4.81 年。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

电动汽车车载电源及充换电站充电电源系统产业化设计建设期为两年，第3年负荷率为60%，第4年负荷率为80%，第5年达产100%。项目建成后电动汽车车载电源年生产能力将增加4万台、充换电站充电电源系统年生产能力将增加1,950套。项目达产后正常年（第5年）收入2.36亿元，投资税后内部收益率39.07%，税后静态投资回收期（含建设期）4.99年。

同时，公司拟建设技术研发中心，下设EMC实验室、环境实验室、高频变换实验室、电源系统实验室和产品开发实验室，公司计划在以下方面加大研发投入，力争实现技术突破。

表11：公司技术研发中心建设

高频功率变换技术	**软开关技术的持续改进和多领域应用**
	APFC技术、数字化控制技术的研发和应用
	电磁兼容（EMC）技术设计的多领域应用
控制与监测技术	Linux操作系统为核心的监测与控制软件在智能电网与新能源领域的智能电源系统的应用
	Cortex内核嵌入式处理器在智能电网与新能源领域的智能电源系统的应用
产品技术升级与新产品研发	新能源并网设备
	完善高压直流（HVDC）不间断电源系统产品系列
	电动汽车车载电源技术升级
	动力电池充放电管理与监测技术
	电力操作电源模块技术升级
	智能一体化电源系统技术升级
	电动汽车电机控制器研发
	电动汽车充换电站充电电源系统技术升级

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

虽然技术研发中心建设不直接产生经济效益，但通过技术研发中心的建设实施，一方面可不断提高产品的技术含量，加速产品的升级换代，增强产品的市场竞争能力；另一方面可以为完善公司产品结构、提高市场占有率及拓宽盈利空间提供保证。

五、风险因素

5.1 税收政策风险

公司因被认定为软件企业和高新技术企业，根据国家政策，享受软件产品增值税退税和所得税税收优惠政策。2012-2014年度公司享受增值税返还和所得税减免合计均超过1000万元，在利润总额中占比均达25%以上。如果今后国家的上述优惠政策做出调整，或者公司未持续获得软件企业、高新技术企业等相关资质，公司将无法享受这些优惠政策，这将对公司的经营业绩和利润水平产生较大程度的影响。

表12：公司2012-2014年所获增值税返还和所得税减免情况（万元）

项目	2012年	2013年	2014年
增值税返还	865.83	763.43	835.18
所得税减免	248.16	278.63	267.84
利润总额	3814.51	4017.80	4119.25
增值税返还和所得税减免占比	29.20%	25.94%	26.78%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

5.2 下游市场波动导致业务增速下滑的风险

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

电力操作电源业务的增长主要依赖于电力等基础性行业投资的拉动，这些行业投资额会受到宏观经济增速变化的影响而波动，进而可能导致公司业务增速下滑。电动汽车车载电源和充换电站充电电源系统的增长主要依赖于电动汽车行业的快速发展，目前电动汽车动力电池技术尚不够成熟，未来的发展路径具有一定的不确定性，存在着由于产业政策的变化导致公司电动汽车车载电源和充换电站充电电源系统业务增速下滑的风险。

5.3 产品价格下降的风险

公司主导产品电力操作电源模块属于电力电子产品，随着产品的逐步成熟和市场的广泛应用，市场竞争逐步加剧，产品销售价格呈现下降的趋势。2012-2014 年度，电力操作电源模块平均价格分别为 2,176.11 元/台、1,985.73 元/台和 1,840.96 元/台。产品价格下降的压力将长期存在，导致公司产品毛利率下降进而对公司盈利能力造成不利影响，也会对公司的成长性产生影响。

5.4 研发风险

随着国内外经济、科技和新能源产业的快速发展，电力电子行业必将随下游行业的发展而进行技术更新。公司自创立以来一直致力于高频开关电源技术的研发与创新，不断加大研发投入。但是，由于技术产业化与市场化存在着不确定性，公司新产品的研发仍存在不能如期开发成功以及产业化后不能符合市场需求从而影响公司持续竞争优势及盈利能力的风险。若公司在技术创新机制、人才梯队建设和研发方向把控方面未能很好地适应新的产品研发及技术创新的需要，未来公司将逐渐丧失技术优势。

5.5 应收账款快速增长的风险

公司 2012-2014 年末的应收账款账面价值分别为 1,845.03 万元、3,559.07 万元和 4,666.23 万元，占营业收入比例分别为 16.58%、26.48%和 31.11%。随着公司销售规模的扩大和客户结构的优化，应收账款余额将会继续增加。虽然公司主要客户为行业内知名度较高、信誉良好、支付能力较强的公司，但如果未来公司主要客户经营情况发生较大变化，导致应收账款不能及时收回或发生坏账，将可能出现资金周转困难而影响公司发展以及应收账款发生坏账而影响公司盈利能力的情况。

六、投资建议

我们看好公司未来在新能源车领域的发展，预计后续会有更多布局，预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.54/0.60/0.68 元，稳健成长；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 75 元，对应 60 亿市值。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	134.4	150.0	180.1	213.9	254.5
减:营业成本	63.6	74.1	94.1	116.6	148.2
营业税费	1.3	1.5	1.8	2.4	2.5
销售费用	10.7	12.4	15.3	19.0	20.4
管理费用	26.2	29.7	35.3	43.0	48.4
财务费用	-0.2	-0.2	2.4	8.5	13.8
资产减值损失	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	8.0	20.0	30.0
营业利润	32.3	31.9	38.7	44.1	51.0
加:营业外净收支	7.9	9.3	9.3	9.0	9.0
利润总额	40.2	41.2	47.9	53.1	59.9
减:所得税	3.8	3.9	5.0	5.2	5.7
净利润	36.4	37.3	42.9	47.9	54.2

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	71.1	48.9	204.6	64.2	50.9
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	37.0	47.9	41.1	65.8	61.4
应收票据	17.1	31.0	20.0	41.4	34.1
预付帐款	2.6	6.9	4.7	8.2	9.7
存货	22.1	23.7	2.5	29.9	11.3
其他流动资产	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	11.0	10.9	181.5	326.7	451.8
在建工程	23.6	61.5	49.2	39.4	31.5
无形资产	20.2	19.7	33.6	51.8	69.2
其他非流动资产	0.1	0.2	8.1	14.2	18.2
资产总额	204.8	250.7	545.3	641.5	738.1
短期债务	-	-	-	8.5	36.4
应付帐款	22.0	28.1	22.6	42.1	41.5
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	6.9	14.1	8.3	10.7	11.7
长期借款	-	1.0	57.6	74.0	88.1
其他非流动负债	24.9	26.7	23.6	25.0	25.1
负债总额	53.8	69.9	112.1	160.4	202.8
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	60.0	60.0	80.0	80.0	80.0
留存收益	91.0	120.8	353.2	401.1	455.3
股东权益	151.0	180.8	433.2	481.1	535.3

财务指标

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长性					
营业收入增长率	20.8%	11.6%	20.1%	18.8%	19.0%
营业利润增长率	12.2%	-1.0%	21.0%	14.1%	15.5%
净利润增长率	6.5%	2.4%	15.1%	11.7%	13.2%
EBITDA 增长率	12.7%	-0.8%	143.5%	65.6%	43.9%
EBIT 增长率	11.9%	-0.9%	29.3%	28.0%	23.2%
NOPLAT 增长率	13.2%	-1.0%	28.0%	29.0%	23.6%
投资资本增长率	61.7%	66.2%	109.7%	74.5%	21.7%
净资产增长率	31.7%	19.7%	139.7%	11.0%	11.3%
利润率					
毛利率	52.7%	50.6%	47.7%	45.5%	41.8%
营业利润率	24.0%	21.3%	21.5%	20.6%	20.0%
净利润率	27.1%	24.8%	23.8%	22.4%	21.3%
EBITDA/营业收入	25.9%	23.0%	46.6%	65.0%	78.6%
EBIT/营业收入	23.9%	21.2%	22.8%	24.6%	25.5%
运营效率					
固定资产周转天数	28	26	192	428	551
流动营业资本周转天数	116	140	105	109	110
流动资产周转天数	364	370	431	406	267
应收帐款周转天数	75	102	89	90	90
存货周转天数	53	55	26	27	29
总资产周转天数	480	547	796	999	976
投资资本周转天数	173	255	411	642	761
投资回报率					
ROE	24.1%	20.6%	9.9%	10.0%	10.1%
ROA	17.8%	14.9%	7.9%	7.5%	7.3%
ROIC	36.4%	21.7%	13.2%	9.8%	9.9%
费用率					
销售费用率	8.0%	8.3%	8.5%	8.9%	8.0%
管理费用率	19.5%	19.8%	19.6%	20.1%	19.0%
财务费用率	-0.2%	-0.1%	1.3%	4.0%	5.4%
三费/营业收入	27.3%	28.0%	29.4%	33.0%	32.4%
偿债能力					
资产负债率	26.3%	27.9%	20.6%	25.0%	27.5%
负债权益比	35.6%	38.7%	25.9%	33.3%	37.9%
流动比率	5.18	3.75	8.84	3.42	1.87
速动比率	4.41	3.19	8.76	2.93	1.74
利息保障倍数	-148.25	-180.46	16.92	6.21	4.69
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0	0	0	0	0

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	36.4	37.3	42.9	47.9	54.2
加:折旧和摊销	2.7	2.7	42.9	86.5	135.3
资产减值准备	0.5	0.5	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-	-	2.4	8.5	13.8
投资损失	-	-	-8.0	-20.0	-30.0
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-6.6	-8.4	18.7	-59.6	25.3
经营活动产生现金流量	26.1	27.4	98.9	63.2	198.6
投资活动产生现金流量	-20.8	-42.7	-207.0	-220.0	-240.0
融资活动产生现金流量	-	-6.5	263.8	16.4	28.1

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.61	0.62	0.54	0.60	0.68
BVPS(元)	2.52	3.01	5.42	6.01	6.69
PE(X)	17.3	16.9	19.6	17.5	15.5
PB(X)	4.2	3.5	1.9	1.7	1.6
P/FCF	106.3	-43.1	-18.2	-6.2	-90.5
P/S	4.7	4.2	4.7	3.9	3.3
EV/EBITDA	-	-	8.1	6.1	4.5
CAGR(%)	9.6%	13.3%	7.9%	9.6%	13.3%
PEG	1.8	1.3	2.5	1.8	1.2
ROIC/WACC	5.7	3.5	2.7	1.6	1.2
REP	-	-	0.9	1.1	1.3

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-59113590	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-59113565	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-59113567	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮　编： 200123

北京市

地　址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。