

良信股份 (002706)

公司如何做到产品逆市不涨价？

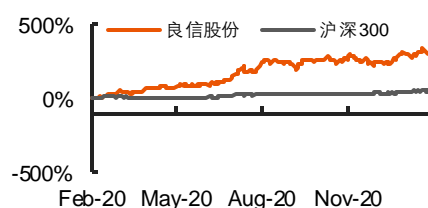
推荐 (维持)

现价：31.3 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.sh-liangxin.com
大股东/持股	任思龙/10.40%
实际控制人	任思龙、樊剑军、陈平、丁发晖
总股本(百万股)	785
流通 A 股(百万股)	603
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	245.62
流通 A 股市值(亿元)	188.73
每股净资产(元)	2.65
资产负债率(%)	32

行情走势图



相关研究报告

《良信股份“002706”发力工建等项目型市场，未来百亿营收可期》 2021-01-26

证券分析师

朱栋 投资咨询资格编号
S1060516080002
zhudong615@pingan.com.cn

皮秀 投资咨询资格编号
S1060517070004
pixiu809@pingan.com.cn

研究助理

王霖 一般从业资格编号
S1060118120012
wanglin272@pingan.com.cn

王子越 一般从业资格编号
S1060120090038
wangziyue395@pingan.com.cn

投资要点

事项：

近期由于铜、银等原材料成本上升，包括ABB、德力西在内的部分外资和国产品牌对低压电器产品面价有5-10%的较大幅度上调。与业内大部分企业通过调价转移成本相反，公司在近期提出“现阶段不以产品调价对冲成本压力，以更优的产品和方案践行成就客户的承诺”。我们从公司产品设计、工艺改进、供应链变革等方面的能力提升，看公司为何能够坚持不涨价。

平安观点：

- **近期原材料价格上行，ABB、德力西等厂商率先提价：**从20年下半年开始，在全球需求上行和供给端产能未有效恢复等因素作用下，包括铜、银在内的低压电器原材料价格出现了明显的上涨。结合公司年报和业内企业招股说明书披露的数据，我们估算铜、银占产品成本的比例大致分别为15%/9%左右，若按照铜/银价格分别上涨30%/47%进行测算，则对产品整体成本的影响大约为9%左右。在21年1月11日，ABB率先发布了提价通知，对中低压常规产品提价3-5%，其中塑壳类产品提价5%、箱壳产品提价10%。随后，德力西电气在1月25日跟进了ABB的提价步伐，对旗下低压配电产品提价8-15%之间，提价幅度大于往年。
- **公司从设计、工艺和采购等多维度降本，坚持产品不涨价：**在公司近期召开的21年首次战略研讨会中，公司提出以技术创新、工艺改进、流程优化、供应链变革和人效提升应对原材料和大宗物料涨价，现阶段不以产品调价对冲成本压力，以更优的产品和方案、更高的性价比践行成就客户的承诺。我们认为，公司通过内外部管理措施对冲原材料的成本上涨，一方面体现了公司在设计、制造、采购等多环节能力的提升，另一方面也体现了公司作为国内高端品牌的领军企业，以客户利益至上的价值导向，也将有助于更多高端客户建立对公司品牌的信任度。
- **海盐基地的投产将进一步增强公司的成本管控能力：**目前公司正在进行海盐基地的建设，一期项目有望在21年底至22年初投产，预计全部建成

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,574	2,039	3,041	4,575	6,024
YoY(%)	8.4	29.5	49.2	50.4	31.7
净利润(百万元)	222	273	379	610	821
YoY(%)	5.6	23.0	38.7	61.0	34.7
毛利率(%)	40.8	40.8	40.9	41.6	42.3
净利率(%)	14.1	13.4	12.5	13.3	13.6
ROE(%)	12.6	15.1	19.0	25.7	27.5
EPS(摊薄/元)	0.28	0.35	0.48	0.78	1.05
P/E(倍)	110.7	89.9	64.8	40.3	29.9
P/B(倍)	14.0	13.6	12.3	10.3	8.2

达产后将作为国内最大的自动化低压电器生产基地。展望未来，我们认为公司建设海盐基地、向上游核心零部件延伸，将对公司成本管控能力、产品技术性能的提升有明显的作用，主要原因有以下两点：（1）上游一体化将使公司成本管控能力大幅增强，公司通过自产零部件，将实现上游一体化，获得的额外利润空间使得公司有更多资源进行产品推广以及客户让利，使得公司在与外资和常熟等国产中高端品牌的竞争中具备更灵活的价格策略；（2）核心零部件自产可以显著提升产品性能，由于低压电器产品的核心性能参数如短时耐受电流、极限分断能力、机械寿命等均与核心零部件的工艺和材料有显著关联，因此例如施耐德等外资，其核心零部件均为自产。

- **投资建议：**公司定位低压电器高端市场，目前发展势头良好，龙头地位不断巩固。面对近期行业由于原材料价格上涨推动的涨价潮，公司坚持产品不涨价，提出以技术创新、工艺改进等措施对冲原材料成本；一方面体现了公司在设计、制造、采购等多环节能力的提升，另一方面也体现了公司作为国内高端品牌的领军企业，以客户利益至上的价值导向，也将有助于更多高端客户建立对公司品牌的信任度。我们维持对公司的归母净利润预测为 20/21/22 年分别为 3.79/6.10/8.21 亿元，对应 2 月 2 日收盘价 PE 分别为 64.8/40.3/29.9 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 若宏观经济大幅下行，将对低压电器行业整体需求产生不利影响；2) 在高端项目型市场，目前仍然以外资为主，若公司市场开拓不达预期，可能影响业绩增速；3) 外资竞争对手大幅降价风险。

正文目录

一、	近期原材料价格上行，ABB、德力西等厂商率先提价.....	5
二、	公司从设计、工艺和采购等多维度降本，坚持产品不涨价.....	6
2.1	全自动化产线行业领先，提升人均效率，降低质量成本.....	6
2.2	拥有业内顶级试验室助力设计降本，供应链变革推动采购降本.....	7
三、	海盐基地的投产将进一步增强公司的成本管控能力.....	8
四、	投资建议.....	9
五、	风险提示.....	9

图表目录

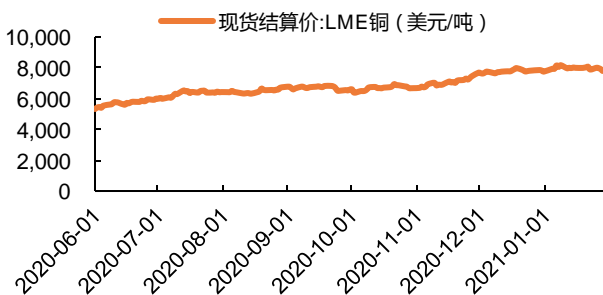
图表 1	LME 铜：现货结算价呈上升趋势.....	5
图表 2	伦敦现货白银价格呈上升趋势.....	5
图表 3	ABB 宣布对中低压产品价格进行调整.....	5
图表 4	德力西电气大幅上调低压配电产品面价.....	5
图表 5	公司 NDW2 框架断路器生产线.....	6
图表 6	公司 ATSE 双电源产品自动生产线.....	6
图表 7	公司员工留沪有利于降低节后招聘、培训成本.....	7
图表 8	公司通过发放补贴等措施鼓励员工留沪.....	7
图表 9	公司检测中心获 CNAS/UL/TUV 权威认可.....	8
图表 10	公司电寿命试验室.....	8
图表 11	海盐基地规划标准厂房四栋、自动化库房一栋.....	9
图表 12	洛凯股份低压断路器零部件毛利率.....	9

一、 近期原材料价格上行，ABB、德力西等厂商率先提价

从 20 年下半年开始，在全球需求上行和供给端产能未有效恢复等因素作用下，包括铜、银在内的低压电器原材料价格出现了明显的上涨。以 LME 铜现货结算价为例，从 18 年中至 20 年初，一直围绕 6000 美元/吨上下波动，从 20 年 10 月份开始，从 6000 美元/吨左右的价格上涨至 20 年底的 8000 美元/吨，价格上涨了 30% 左右。同样，银价从 20 年 7 月份开始也出现了大幅上升，价格中枢从 17 美元/盎司上升至 20 年底的 25 美元/盎司，价格上涨了 47% 左右。

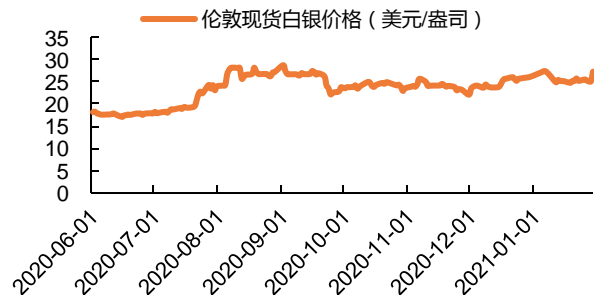
根据良信股份 19 年年报，直接材料成本占营业成本的 74%。低压电器主要原材料为铜、银、钢材和塑料，结合业内其他企业招股说明书披露的数据，我们估算铜、银占产品成本的比例大致分别为 15%/9% 左右，若按照铜/银价格分别上涨 30%/47% 进行测算，则对产品整体成本的影响大约为 9% 左右。

图表1 LME 铜：现货结算价呈上升趋势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

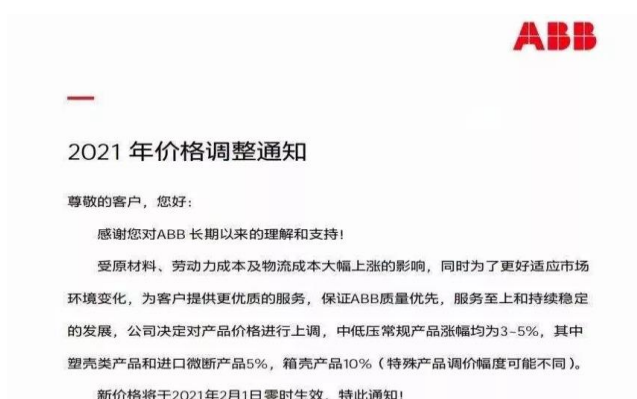
图表2 伦敦现货白银价格呈上升趋势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

在 21 年 1 月 11 日，ABB 率先发布了提价通知，对中低压常规产品提价 3-5%，其中塑壳类产品提价 5%、箱壳产品提价 10%。随后，德力西电气在 1 月 25 日跟进了 ABB 的提价步伐，对旗下低压配电产品提价 8-15% 之间，提价幅度大于往年。由于外资品牌的产品价格明显高于德力西等国产中端品牌，因此受原材料价格上涨的影响要小于国产品牌，从提价幅度上也表现出类似的特征。展望一季度，我们预计行业龙头施耐德电气可能也将对主要产品线的列表价进行调整，预计幅度与往年接近，在 3-5% 之间。

图表3 ABB 宣布对中低压产品价格进行调整



资料来源: ABB, 平安证券研究所

图表4 德力西电气大幅上调低压配电产品面价

产品大类	产品子类	产品线	面价调幅
低压配电	框架断路器	CDW3、DW17	8.0%
		CDW1、DW15	9.0%
		DW16	15.0%
	塑壳断路器	CDM10、DZ15、DZ15w	15.0%
		DZ20、DZ20w	11.0%
		CDM1	9.0%
	漏电断路器	CDM3、CDM3E、CDM3T	8.0%
		DZ15LE、DZ15Lw	13.0%
		DZ20L、DZ20Lw	11.0%
		CDM1L	9.0%
		CDM3L、CDM3LT	8.0%
	双电源	CDQ3R	13.0%
		CDQ1S、CDQ0S	9.0%
		CDQ3H、CDQ3EH	8.0%
	电容器	CDQ3S	6.0%
BSMJ5、CDCAP3、BKMJS、CDCE9		6.0%	

资料来源: 德力西电气, 平安证券研究所

我们认为，低压电器行业近期的涨价潮，一方面源于原材料涨价带来的成本压力，另一方面则是行业在下游地产、新基建和工业等领域需求上升的驱动下，整体呈现高景气度，使得厂商能够通过调整产品面价的方式与下游客户共同分摊成本。

二、 公司从设计、工艺和采购等多维度降本，坚持产品不涨价

在公司近期召开的 21 年首次战略研讨会中，公司提出以技术创新、工艺改进、流程优化、供应链变革和人效提升应对原材料和大宗物料涨价，现阶段不以产品调价对冲成本压力，以更优的产品和方案、更高的性价比践行成就客户的承诺。我们认为，公司通过内外部管理措施对冲原材料的成本上涨，一方面体现了公司在设计、制造、采购等多环节能力的提升，另一方面也体现了公司作为国内高端品牌的领军企业，以客户利益至上的价值导向，也将有助于更多高端客户建立对公司品牌的信任度。

2.1 全自动化产线行业领先，提升人均效率，降低质量成本

目前公司共有各类自动生产线共计 48 条，其中终端 26 条、塑壳 10 条、框架 2 条、双电源 2 条、隔离开关 2 条、接触器 3 条，以满足不同客户在不同行业领域的差异化需求；此外，公司在配电、终端和工控三大车间共计配备 26 条自动检测线，确保对产品质量的严格把控。目前公司自动化程度在行业领先，尤其是公司的终端产品制造车间，于 18 年 8 月引进欧洲整线进口的全自动产线，工艺装备为世界顶尖水平，生产一台产品仅需 1.5 秒。全自动产线的引入，对于公司的人均效率提升和降低质量成本有明显的推动作用。

- (1) **多个制造环节实现自动化，人均效率提升：**公司全自动产线每 1.5 秒即可生产一台微型断路器，自动化的 ATSE 自动转换开关产线一条的实际效能相当于四条传统人工产线。目前公司在多个制造环节已实现了自动化，自动化率的上升使得公司在更好的响应客户各类非标需求的同时，人均效率得到了明显提升。
- (2) **产品质量提升，降低质量成本：**公司对关键产品及关键部件进行全自动生产，减少人为因素导致的焊接不良等故障，从而提升产品一致性和生产效率；此外，自动化的检测线使公司得以采用超声波无损检测，金相检测等方法在生产全流程严格监控质量风险，确保产品质量的提升。产品质量的提升，一方面有助于公司高端品牌形象的建立，另一方面与竞争对手相比，返工、客户退货等质量成本的降低使得公司产品线的盈利能力明显超越同行。

图表5 公司 NDW2 框架断路器生产线



资料来源：良信股份，平安证券研究所

图表6 公司 ATSE 双电源产品自动生产线



资料来源：良信股份，平安证券研究所

从行业调研了解的信息来看，下游终端客户对公司产品质量上的提升给予了较高的评价，普遍反映公司产品品质已经与合资品牌处于同一水平，与公司高端产品的定位相符。在优化制造工艺，加强质量降本方面，我们以焊接、装配和检测这三大工序为例进行分析：

(a) 焊接环节：公司拥有如微断触点正反面识别、接触器/框架感应焊接等多项技术，微断触点自动焊接设备引进了动态、静态双识别系统，有效解决了单动态识别系统造成的返点比例高、人工分选成本高、客户投诉等问题，实现返点率小于 1/100000。

(b) 装配环节：公司拥有如自动绕线、激光打标和智能电批螺钉防错等技术，智能电批螺钉防错工艺导入阿特拉斯智能电批设备，对螺钉类扭力及数量上进行防呆，根本上解决螺钉错打、漏打、打不紧等问题。

(c) 检测环节：公司拥有二次复校、大电流测试、电操测试、外观自动检测等九道检测工序，层层把关确保产品质量的稳定可靠。

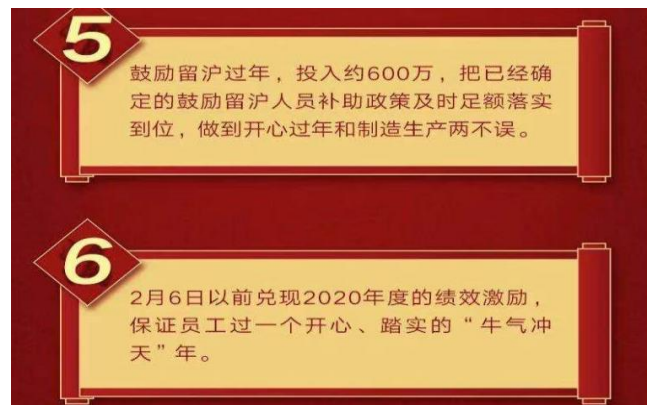
从我们近期对行业下游需求的跟踪来看，地产、新基建等领域需求强劲，公司一方面通过增加自动化产线提高产能，另一方面公司也通过发放补贴的方式鼓励员工留沪过年，产线人员流动的降低也减少了公司重新进行招聘、培训的成本。

图表7 公司员工留沪有利于降低节后招聘、培训成本



资料来源：良信股份，平安证券研究所

图表8 公司通过发放补贴等措施鼓励员工留沪



资料来源：良信股份，平安证券研究所

2.2 拥有业内顶级试验室助力设计降本，供应链变革推动采购降本

公司近几年研发费用率保持在 7-8%左右，大幅超越行业平均水平。在产品的设计端，公司通过优化产品设计，提升产品开发效率等措施，能够实现较好的设计降本。由于低压电器产品的设计改进均需要通过原型试验进行验证，公司在 2006 年就建立了检测中心服务于产品研发测试，目前无论从试验设备还是认可资质上来看，公司的试验室均属业内顶级，公司的检测中心在 2010/2012 年分别获得了国内 CNAS 和美国 UL 的认可，为行业内首家获得中美双重资质认可的试验室。

公司的检测中心具有大电流试验室、电寿命试验室、振动试验室和霉菌试验室等多个测试单元，尤其是公司的大电流试验室，拥有国内规模最大的步入式恒温仓，能够同时对多台大电流框架断路器进行温升试验，其检测能力达到了长延时电流 AC10kA/DC3kA，瞬时电流 AC63kA/DC12kA，已经接近承担 CCC 认证的上海电科所的试验能力。

图表9 公司检测中心获 CNAS/UL/TUV 权威认可



资料来源: 良信股份, 平安证券研究所

图表10 公司电寿命试验室



资料来源: 良信股份, 平安证券研究所

除了通过设计降本之外, 公司在 20 年针对供应链进行了变革, 采购端的成本管控能力得到大幅增强。在内部流程变革上, 公司将整个采购环节划分为采购中心、工程中心、供应链中心, 针对性的设置降本 KPI 进行考核; 在外部降本措施上, 公司对多个零部件采取了引入双供方、利用不断增强的规模优势与供应商议价等方式, 降低零部件的采购成本。

三、海盐基地的投产将进一步增强公司的成本管控能力

目前公司正在进行海盐基地的建设, 一期项目有望在 21 年底至 22 年初投产, 预计全部建成达产后将作为国内最大的自动化低压电器生产基地。展望未来, 我们认为公司建设海盐基地、向上游核心零部件延伸, 将对公司成本管控能力、产品技术性能的提升有明显的作

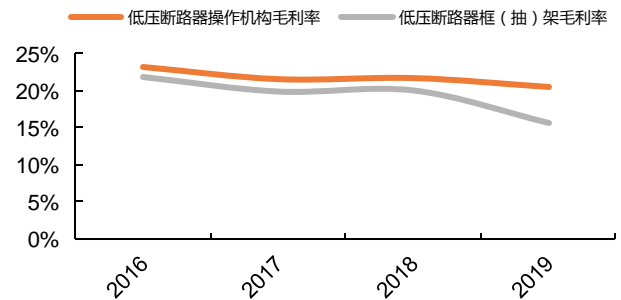
- (1) **上游一体化将使公司成本管控能力大幅增强:** 根据低压电器零部件制造企业洛凯股份等披露的毛利率数据, 我们估计触头、操作机构等零部件毛利率水平在 10%-15% 之间。公司通过自产零部件, 将实现上游一体化, 获得的额外利润空间使得公司有更多资源进行产品推广以及客户让利, 使得公司在与外资和常熟等国产中高端品牌的竞争中具备更灵活的价格策略。
- (2) **核心零部件自产可以显著提升产品性能:** 目前公司的生产模式是进行产品设计研发、组装、测试等环节, 主要零部件由外部供应商按照公司设计要求制造。但是由于低压电器产品的核心性能参数如短时耐受电流、极限分断能力、机械寿命等均与核心零部件的工艺和材料有显著关联, 因此例如施耐德等外资, 其核心零部件均为自产。公司目前已经在产品的设计、测试等环节达到了与外资相当的水平, 通过建设海盐基地, 公司将具备自行生产核心零部件的能力, 材料、制造工艺和模具精度等方面的提升将使公司自产零部件具备更好的性能, 将有助于公司产品竞争力实现从追平外资到超越外资的跨越。

图表11 海盐基地规划标准厂房四栋、自动化库房一栋



资料来源: 良信股份, 平安证券研究所

图表12 洛凯股份低压断路器零部件毛利率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、 投资建议

公司定位低压电器高端市场，目前在地产、通信、新能源等优势行业发展势头良好，龙头地位不断巩固。从中长期看，我们预计以工建、商建和基础设施等行业为主的项目型市场将成为公司增长的又一重要领域。面对近期行业由于原材料价格上涨推动的涨价潮，公司坚持产品不涨价，提出以技术创新、工艺改进等措施对冲原材料成本；一方面体现了公司在设计、制造、采购等多环节能力的提升，另一方面也体现了公司作为国内高端品牌的领军企业，以客户利益至上的价值导向，也将有助于更多高端客户建立对公司品牌的信任度。我们维持对公司的归母净利润预测为 20/21/22 年分别为 3.79/6.10/8.21 亿元，对应 2 月 2 日收盘价 PE 分别为 64.8/40.3/29.9 倍，维持“推荐”评级。

五、 风险提示

1. 低压电器市场规模的增长短期与固定资产投资相关，长期与用电量相关，若宏观经济大幅下行，将导致用电量下降、固定资产投资增速放缓，将对低压电器的整体市场需求产生不利影响。
2. 高端项目型市场是公司未来几年需要开拓的重要市场，该市场进入的技术门槛较高、营销难度均大，需要在技术和品牌建设上持续投入。若公司在项目型市场的开拓不达预期，将会对公司营收增长产生负面影响。
3. 低压电器行业竞争对手较多，若外资厂商采取大幅降价等措施与公司进行竞争，可能在短期对公司营收和毛利率产生不利影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1238	1506	1842	2244
现金	285	182	229	305
应收票据及应收账款	199	354	477	618
其他应收款	10	20	26	35
预付账款	4	8	10	14
存货	269	471	630	802
其他流动资产	471	471	471	471
非流动资产	1092	1333	1707	2071
长期投资	25	51	76	102
固定资产	672	897	1252	1578
无形资产	102	105	110	117
其他非流动资产	292	279	268	275
资产总计	2330	2839	3549	4315
流动负债	514	841	1166	1315
短期借款	0	22	112	0
应付票据及应付账款	330	595	780	1009
其他流动负债	184	224	273	306
非流动负债	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	9	9	9	9
负债合计	523	850	1175	1324
少数股东权益	0	0	0	0
股本	785	785	785	785
资本公积	385	385	385	385
留存收益	747	855	1016	1210
归属母公司股东权益	1807	1989	2373	2991
负债和股东权益	2330	2839	3549	4315

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	331	394	673	888
净利润	273	379	610	821
折旧摊销	70	83	110	122
财务费用	-2	3	12	13
投资损失	-7	-4	-4	-4
营运资金变动	-14	-67	-54	-65
其他经营现金流	11	-0	-0	-0
投资活动现金流	45	-320	-480	-482
资本支出	319	216	348	339
长期投资	-26	-25	-25	-25
其他投资现金流	339	-130	-157	-168
筹资活动现金流	-243	-199	-237	-217
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	-0	0	0	0
资本公积增加	5	0	0	0
其他筹资现金流	-248	-199	-237	-217
现金净增加额	133	-125	-44	188

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2039	3041	4575	6024
营业成本	1207	1797	2673	3478
营业税金及附加	7	14	20	26
营业费用	277	408	599	813
管理费用	92	146	215	283
研发费用	176	262	380	494
财务费用	-2	3	12	13
资产减值损失	-0	0	0	0
其他收益	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	4	4	4
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	287	416	680	921
营业外收入	28	22	23	24
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	314	438	703	944
所得税	41	59	93	123
净利润	273	379	610	821
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	273	379	610	821
EBITDA	376	514	811	1062
EPS(元)	0.35	0.48	0.78	1.05

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	29.5	49.2	50.4	31.7
营业利润(%)	26.5	45.2	63.3	35.4
归属于母公司净利润(%)	23.0	38.7	61.0	34.7
获利能力				
毛利率(%)	40.8	40.9	41.6	42.3
净利率(%)	13.4	12.5	13.3	13.6
ROE(%)	15.1	19.0	25.7	27.5
ROIC(%)	14.6	18.5	24.4	27.2
偿债能力				
资产负债率(%)	22.5	29.9	33.1	30.7
净负债比率(%)	-15.3	-7.6	-4.5	-9.9
流动比率	2.4	1.8	1.6	1.7
速动比率	1.1	0.7	0.7	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.2	1.4	1.5
应收账款周转率	6.8	11.0	11.0	11.0
应付账款周转率	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.48	0.78	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	0.50	0.86	1.13
每股净资产(最新摊薄)	2.30	2.53	3.02	3.81
估值比率				
P/E	89.9	64.8	40.3	29.9
P/B	13.6	12.3	10.3	8.2
EV/EBITDA	64.5	47.4	30.1	22.8

平安证券研究所投资评级：

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。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。

免责声明：

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他人。

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代行使独立判断。

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 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 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