

22 年中期业绩高增，网内外+海外市场持续开拓

2022 年 07 月 09 日

► **盈利能力边际改善，22 年中期业绩高增。**公司于 2022 年 7 月 5 日发布中期业绩预告，2022 年上半年预计实现归母净利润约 1.16 亿元左右，同比+107% 左右；预计实现扣非归母净利润 1.12 亿元，同比+179% 左右。业绩高增主要系 2022 年上半年公司重点项目陆续实现收入。

► **国际领先电气开关龙头，产品质量同行领先。**公司是国家电网全资子公司平高集团控股的上市公司，于 2001 年在上交所上市。核心业务为高压开关业务、配电网开关业务、国内外电力工程总承包业务和开关产品运维检修业务，产品几乎涵盖所有电压等级，主要产品质量国内同行业领先，其中 550kV SF6 断路器获得我国超高压开关领域唯一质量金奖，220kV 及以上断路器被评为中国名牌产品，三大主导产品封闭组合电器、断路器和隔离开关均获得省级名牌产品。目前公司主要收入来源为高压板块和中低压及配网板块，2021 年销售占比分别为 46% 和 41%，国际业务及运维服务板块占比分别为 2% 和 9%。

► **电网投资规模扩大，带动网内业务稳定增长。**电网公司“十四五”投资规模较“十三五”增幅较大。公司在特高压交流的关键设备 GIS 中标份额排名市场领先，2020 年占比为 45%，有望受益于特高压建设的推进。公司聚焦用户需求，强化“市场+技术”、“市场+服务”协同联动机制，全力支撑各级营销平台，招标份额稳中有进。截止 6 月底，公司断路器类、隔离开关类产品国网集招中标率分别为 20.91%、19.94%，均排名第 2，敞开产品市场占有率保持前 3 名，整体行业地位持续巩固。

► **网外+海外持续开拓，收入结构优化。**网外市场方面，公司持续加大网外市场拓展力度，不断完善系统外报价策略、研制差异化产品、制定系统外快速履约方案，截止 6 月底，公司网外合同同比+460.28%，占比提升至 23%。**国际市场方面**，公司海外营销网络不断完善，项目捷报频传，2022 年 4 月，公司中标巴基斯坦项目 39 台 252kV 柱式断路器产品，2022 年 5 月，公司协同国际工程签订意大利 HGIS 项目大额框架合同。目前公司 200 余台 HGIS 产品在西班牙、巴西、哥伦比亚等国家已成功带电运行。截止 6 月底，公司国际市场单机合同同比大幅增长，合同占比提升至 30%。

► **投资建议：**我们预计公司 22-24 年营收分别为 114.09、144.62、183.57 亿元，增速分别为 23.0%、26.8%、26.9%；归母净利润分别为 3.05、5.95、8.28 亿元，增速分别为 330.8%、95.1%、39.2%，公司网内业务有望受益于“十四五”期间电网投资规模增长及新型电力系统下特高压建设加速；此外，公司网外及海外业务持续开拓，贡献业绩新增量。以 22 年 7 月 8 日收盘价为基准，公司 22-24 年 PE 分别为 38X、20X、14X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**宏观及政策风险；市场竞争加剧风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	9273	11409	14462	18357
增长率 (%)	-5.2	23.0	26.8	26.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	71	305	595	828
增长率 (%)	-43.9	330.8	95.1	39.2
每股收益 (元)	0.05	0.22	0.44	0.61
PE	165	38	20	14
PB	1.3	1.2	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 7 月 8 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

8.59 元



分析师：邓永康

执业证号：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理：李佳

执业证号：S0100121110050

电话：021-60876734

邮箱：lijia@mszq.com

研究助理：郭彦辰

执业证号：S0100121110013

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

目录

1 国际领先电气开关龙头，业绩实现稳定增长	3
1.1 成立五十余年，推动装备制造技术升级	3
1.2 股权结构稳定，背靠中国电气装备集团	3
1.3 盈利能力边际改善，费用管控良好	4
2 网内外+海外市场持续开拓.....	6
2.1 电网投资规模扩大，带动网内业务稳定增长.....	6
2.2 网外+海外持续开拓，收入结构优化	7
3 盈利预测与投资建议	8
3.1 盈利预测假设与业务拆分	8
3.2 估值分析与投资建议	9
4 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 国际领先电气开关龙头，业绩实现稳定增长

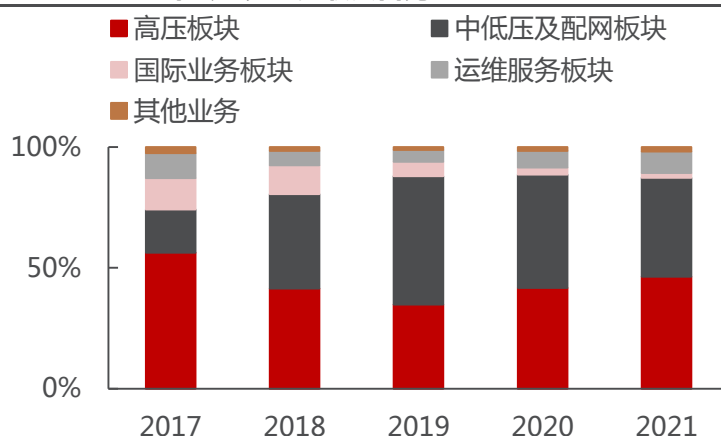
1.1 成立五十余年，推动装备制造技术升级

公司是国际领先的电气开关龙头企业之一。公司是国家电网全资子公司平高集团控股的上市公司，于 2001 年 2 月 21 日在上海证券交易所挂牌上市。公司业务范围涵盖输配电设备研发、设计、制造、销售、检测、相关设备成套、服务与工程承包，核心业务为高压开关业务、配电网开关业务、国内外电力工程总承包业务和开关产品运维检修业务。公司立志于打造“国际一流的高压开关产品和核心零部件专业制造企业”，并形成以特高压产品为龙头，常规产品、检修业务为两翼，配套零部件为辅助的产业格局。

公司产品几乎涵盖所有电压等级，主要产品质量国内同行业领先。公司产品定位于高端、高可靠性、高技术含量，多品种、多层次高压开关，覆盖输变电、输配电所有电压等级。公司主要产品性能优异，均达到国际领先水平，产品质量国内同行业领先，其中 550kV SF6 断路器获得我国超高压开关领域唯一质量金奖，220kV 及以上断路器被评为中国名牌产品，三大主导产品封闭组合电器、断路器和隔离开关均获得省级名牌产品。

公司营收结构较稳定，高压产品稳步增长。公司收入结构逐渐向多元化发展，目前主要收入来源为高压板块和中低压及配网板块，2021 年销售占比分别为 46% 和 41%，国际业务及运维服务板块占比分别为 2%和 9%。

图 1：2017-2021 年公司分业务收入占比



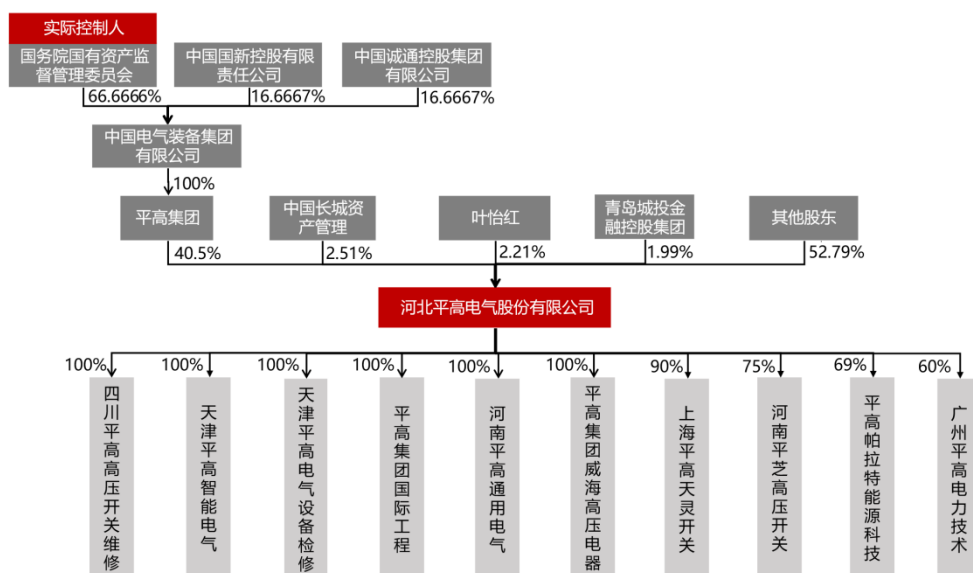
资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 股权结构稳定，背靠中国电气装备集团

国资委背景，股权结构稳定。截至 2022 年一季报披露，公司的控股股东为中国电气装备集团旗下的平高集团，持有公司 40.50%股份；公司实际控制人为国资委，股权结构稳定。

背靠中国电气装备集团，深度整合资源。2021年9月25日，中国电气装备集团有限公司宣布成立，由国家电网所属相关企业和中国西电集团整合，后续随着装备集团整合的推进，公司与许继、西电、山东电工等兄弟企业定位将逐步清晰，并有望借助集团集中采购等形式进一步降低成本端压力。

图 2：公司股权结构（2022 年一季报披露）



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 盈利能力边际改善，费用管控良好

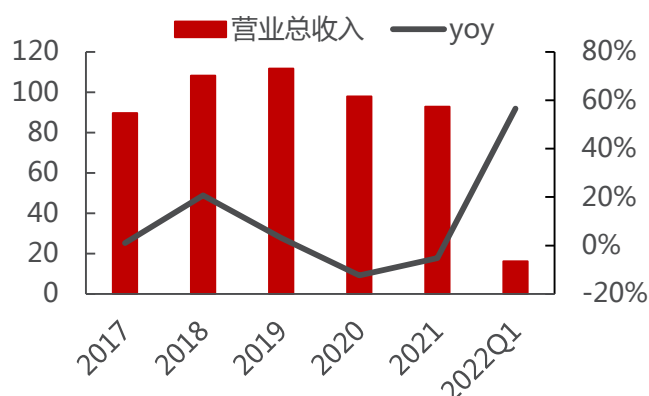
21 年公司主要业务板块盈利能力均有所改善，海外业务受疫情影响较大。

2021 年实现收入 92.73 亿元，同比-5.19%，归母净利润 0.71 亿元，同比-43.87%。

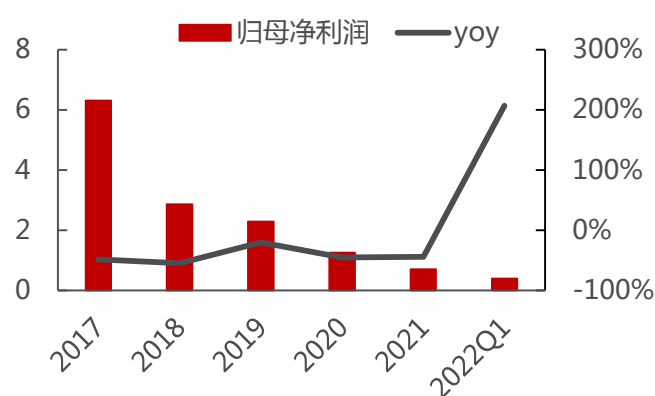
分业务来看，**1 高压板块**：实现营收 42.93 亿元，同比+5.25%，毛利率为 16.82%，同比+1.75pcts，主要受益于高压 GIS 产品销量、售价较同期提高；**2 中低压及配网板块**：实现营收 38.06 亿元，同比-16.94%，主要源于工程项目可执行合同较同期减少，毛利率为 8.6%，同比+1.68pcts，受益于产品销量、售价较同期提高。

3 运维与检修板块：实现营收 8.29 亿元，同比+24.45%，受益于可执行合同增加，毛利率为 30.87%，同比-1.51pcts，主要受价格下降影响。**4 国际业务板块**：实现营收 1.78 亿元，同比-39.15%，毛利率为-58.83%，同比-57.68pcts，源于海外疫情导致公司新签合同同比减少，部分国外 EPC 项目延期执行。

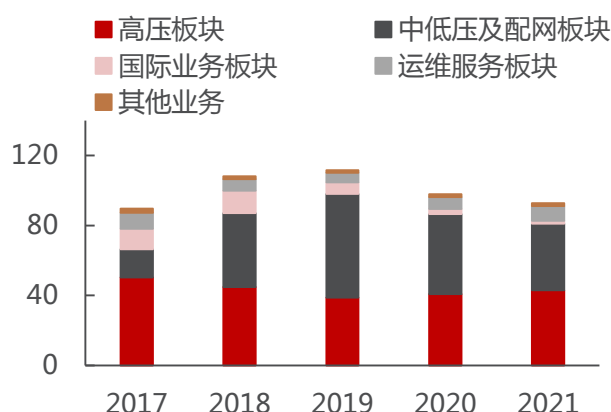
22 年重点项目陆续实现收入，业绩同比大幅增长。2022 年一季度公司营收、业绩增速均同比转正，22Q1 实现营收 16.19 亿元，同比增长 56.60%；归母净利润 0.40 亿元，同比增长 206.72%。2022 年 7 月 5 日发布中期业绩预告，2022 年上半年预计实现归母净利润约 1.16 亿元左右，同比+107%左右；预计实现扣非归母净利润 1.12 亿元，同比+179%左右。业绩高增主要系 2022 年上半年公司重点项目陆续实现收入。

图 3：2017-2022Q1 公司营业收入（单位：亿元）


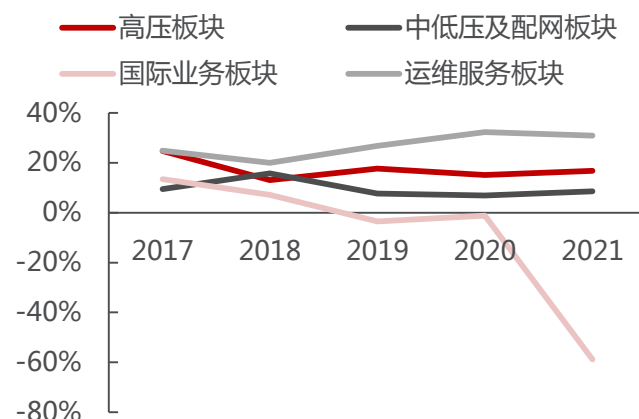
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：2017-2022Q1 公司归母净利润（单位：亿元）


资料来源：Wind，民生证券研究院

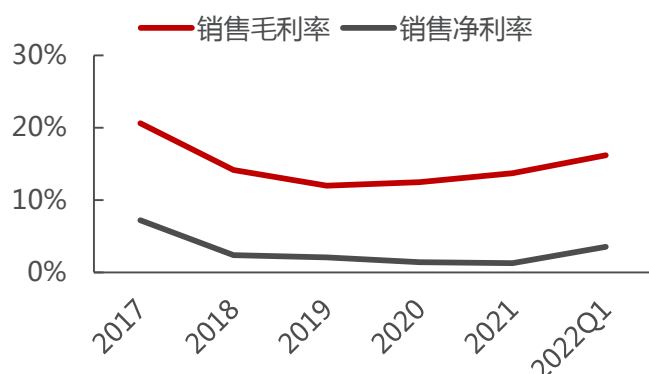
图 5：2017-2021 分业务收入（单位：亿元）


资料来源：Wind，民生证券研究院

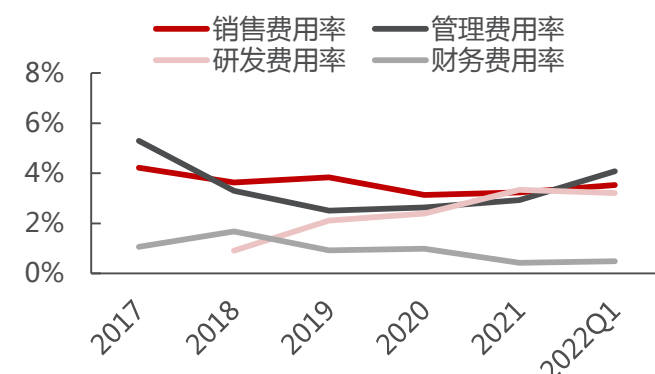
图 6：2017-2021 分业务毛利率情况


资料来源：Wind，民生证券研究院

盈利水平回升，费用管控良好。盈利能力方面，近年来，公司持续深入开展提质增效专项行动，通过采购节资、优化设计、精益生产等措施，深挖内部潜力，提升产品盈利能力，21 年毛利率环比+1.23ptcs，净利率基本持平。**费用率方面**，公司进行积极管控，费用率变化趋势较为平稳，销售、管理、研发费用率控制在较低水平，多方面的成本管控措施正积极生效，未来盈利能力有望回升至合理水平。

图 7：2017-2022Q1 公司毛利率及净利率


资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：2017-2022Q1 公司期间费用率


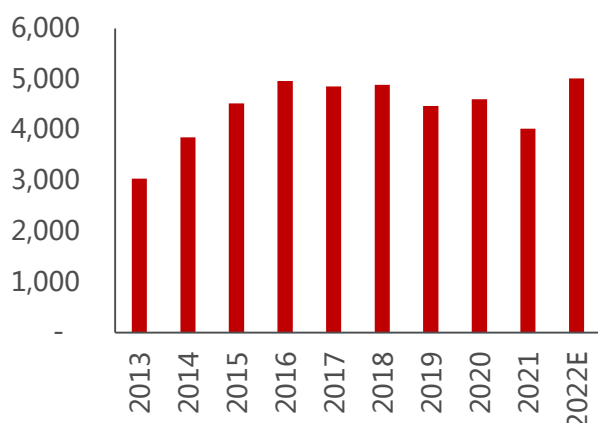
资料来源：Wind，民生证券研究院

2 网内外+海外市场持续开拓

2.1 电网投资规模扩大，带动网内业务稳定增长

电网公司“十四五”投资规模较“十三五”增幅较大。1) **国网方面**，2022 年国家电网年度工作会议中指出，2022 年电网计划投资将达 5012 亿元，为国家电网年度电网投资计划首次突破 5000 亿元，创历史新高，同比增长 8.84%。以 20 年折旧+年度利润总额测算，“十四五”期间国网公司投资能力仍有望保持在 5000 亿元以上。2) **南网方面**，2022 年南网追加 100 亿元投资后电网计划投资将达 1250 亿元，超出往年两成；“十四五”期间，南网的电网建设规划投资约 6700 亿元，较“十三五”增加 51%。

图 9：2012-2022E 国网电网投资情况（亿元）



资料来源：国家电网，民生证券研究院

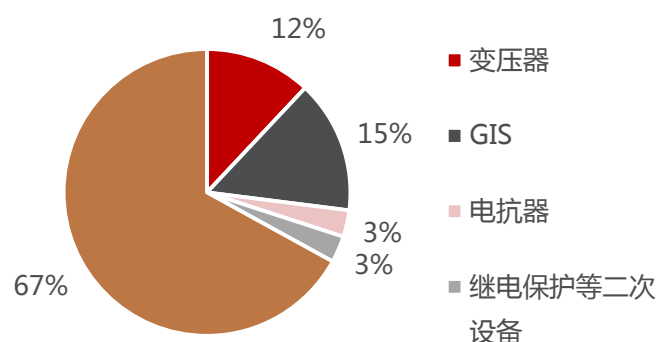
图 10：2012-2022E 南网电网投资情况（亿元）



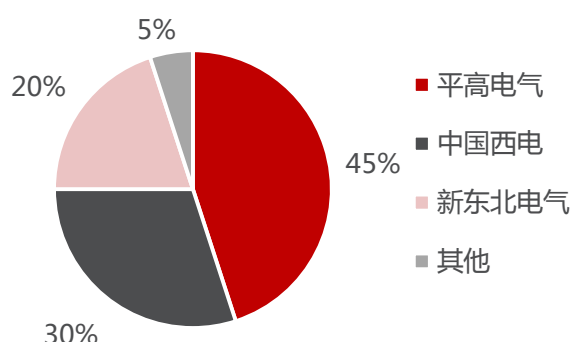
资料来源：南方电网，民生证券研究院

“十四五”国网特高压投资超预期。“十三五”期间国网特高压投资约 2700 亿元，“十四五”期间国网规划建设特高压工程“24 交 14 直”，总投资 3800 亿元，较“十三五”期间大幅增长。2022 年，国网计划开工“10 交 3 直”，规划翻倍，特高压交直流建设规模均超市场预期。2022 年 7 月 1 日，白鹤滩至江苏±800 千伏特高压直流输电工程竣工投产，示范引领意义重大。白鹤滩—江苏工程作为我国“西电东送”工程的战略大动脉，每年可输送清洁电能超 300 亿千瓦时，特高压相关设备产业链有望受益。

GIS 为特高压交流的关键设备，公司市占率排名第一。特高压交流输电涉及到的关键设备有交流变压器、GIS、电抗器、继电保护装置等。从特高压交流工程历年招标的情况来看 GIS（气体绝缘金属封闭开关设备）约占比 15%。其中特高压 GIS 领域，国内具备研制生产的企业主要为平高电气、中国西电、新东北电气，2020 年分别占比约 45%、30%、20%。

图 11：2020 年特高压交流工程主设备情况


资料来源：乐晴智库，民生证券研究院

图 12：2020 年 GIS 市场份额


资料来源：国家电网，民生证券研究院

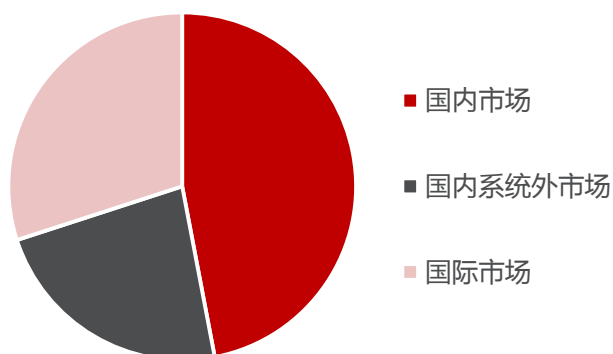
招标份额稳中有进，具备品牌优势。公司聚焦用户需求，强化“市场+技术”、“市场+服务”协同联动机制，全力支撑各级营销平台，招标份额稳中有进。截止 6 月底，公司断路器类、隔离开关类产品国网集招中标率分别为 20.91%、19.94%，均排名第 2，敞开产品市场占有率保持前 3 名，整体行业地位持续巩固。同时，公司产品具备品牌优势，产品性能达到国际领先水平，550kV SF6 断路器获得我国超高压开关领域唯一质量金奖，220kV 及以上断路器被评为中国名牌产品，三大主导产品封闭组合电器、断路器和隔离开关均获得省级名牌产品。

2.2 网外+海外持续开拓，收入结构优化

网外市场持续开拓，不断完善销售体系。公司持续加大网外市场拓展力度，不断完善系统外报价策略、研制差异化产品、制定系统外快速履约方案，满足网外业务价格低、履约急的特点，同时积极做好集团内各级营销平台业务支撑工作。公司的 750 千伏、1000 千伏新一代组合电器，500 千伏快速开关，330 千伏阀侧断路器，HSS 特种开关等新产品打造发展新动能，实现商业化应用。截止 6 月底，公司网外合同同比+460.28%，占比提升至 23%。

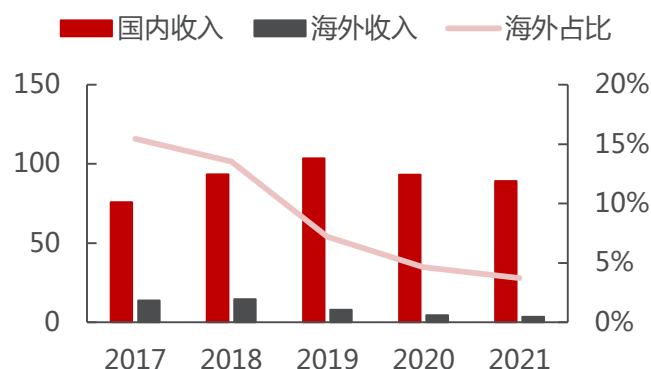
国际市场稳定发力，海外项目捷报频传。公司先后与日本东芝、挪威帕拉特等国际公司合资合作，成功组建中外合资公司，注入新的管理理念，提升了制造技术和工艺，并积极拓展国际业务，成功将产品推广到全球 60 多个国家与地区，并建立了完整的海外营销网络。2022 年 4 月，公司中标巴基斯坦项目 39 台 252kV 柱式断路器产品，2022 年 5 月，公司协同国际工程签订意大利 HGIS 项目大额框架合同。目前公司 200 余台 HGIS 产品在西班牙、巴西、哥伦比亚等国家已成功带电运行。2021 年公司海外业务收入为 3.45 亿元，同比-24%，占比仅为 3.7。随着公司在海外积极布局叠加海外疫情缓解，截止 6 月底，公司国际市场单机合同同比大幅增长，合同占比提升至 30%，将带动海外收入的提升。

图 13 各业务市场合同占比情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 14 : 2017-2021 海外业务收入及占比 (单位 : 亿元)



资料来源：国家电网，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

- 1) 高压板块：**公司产品交付稳步推进，未来随着特高压项目启动，招标量提升，公司有望受益，预计 2022-2024 年公司高压板块收入增速分别为 40%、30%、30%。
- 2) 中低压及配网板块：**公司配网业务收入稳步提升，未来规划逐步拓展网省公司业务，预计 2022-2024 年公司中低压及配网板块收入增速分别为 10%、25%、25%。
- 3) 国际业务板块：**21 年受疫情影响，新签合同同比减少，部分国外 EPC 项目延期执行，未来预计随着海外疫情缓解叠加公司前期布局优势，有望迎来反转，预计 2022-2024 年公司国际业务板块收入增速为-30%、10%、10%。
- 4) 运维服务板块及其他：**公司是国网特高压最大备件储备库，涉及在线监测、在线驱动、远程控制等，预计 2022-2024 年运维服务板块及其他收入增速为 10%、20%、20%。

基于行业未来发展情况及公司自身经营情况和中标订单分析，我们对公司各个业务未来几年经营预测如下表所示：

表 1：业务拆分

产品	项目	2021	2022E	2023E	2024E
合计	收入 (百万元)	9273	11409	14462	18357
	YoY	-5%	23%	27%	27%
	成本 (百万元)	8001	9751	12298	15490
	YoY	-7%	22%	26%	26%
	毛利率	13.72%	14.53%	14.97%	15.62%
高压板块	收入 (百万元)	4293	6011	7814	10158

	YoY	5%	40%	30%	30%
	成本 (百万元)	3571	4989	6447	8330
	YoY	3%	40%	29%	29%
	毛利率	16.82%	17.00%	17.50%	18.00%
	收入 (百万元)	3806	4186	5233	6541
中低压及配网 板块	YoY	-17%	10%	25%	25%
	成本 (百万元)	3478	3826	4762	5887
	YoY	-18%	10%	24%	24%
	毛利率	8.60%	8.60%	9.00%	10.00%
	收入 (百万元)	178	125	137	151
国际业务板块	YoY	-39%	-30%	10%	10%
	成本 (百万元)	283	137	130	143
	YoY	-4%	-52%	-5%	10%
	毛利率	-58.83%	-10.00%	5.00%	5.00%
	收入 (百万元)	829	912	1094	1313
运维服务板块 及其他	YoY	24%	10%	20%	20%
	成本 (百万元)	573	711	821	985
	YoY	27%	24%	15%	20%
	毛利率	30.87%	22.00%	25.00%	25.00%
	收入 (百万元)	167	175	184	193
其他业务	YoY	4%	5%	5%	5%
	成本 (百万元)	95	88	138	145
	YoY	15%	-8%	58%	5%
	毛利率	42.89%	50.00%	25.00%	25.00%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

3.2 估值分析与投资建议

公司业务范围涵盖输配电设备研发、设计、制造、销售、检测、相关设备成套、服务与工程承包，与公司业务类型比较相近的公司主要有国网系的许继电气、国电南瑞以及网外的特变电工等，我们选取这三家公司作为可比公司做估值参考。

表 2：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			2022- 2024 归母 CAGR
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
600406.SH	国电南瑞	28.57	1.21	1.44	1.73	24	20	17	16.47%
000400.SZ	许继电气	20.46	0.87	1.07	1.34	23	19	15	20.56%
600089.SH	特变电工	28.43	2.91	3.15	3.24	10	9	9	5.52%
平均						19	16	14	
600312.SH	平高电气	8.59	0.22	0.44	0.61	38	20	14	66.52%

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：特变电工预测数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 7 月 8 日

投资建议：我们预计公司 22-24 年营收分别为 114.09、144.62、183.57 亿

元，增速分别为 23.0%、26.8%、26.9%；归母净利润分别为 3.05、5.95、8.28 亿元，增速分别为 330.8%、95.1%、39.2%。公司网内业务有望受益于“十四五”期间电网投资规模增长及新型电力系统下特高压建设加速；此外，公司网外及海外业务持续开拓，贡献业绩新增量。以 22 年 7 月 8 日收盘价为基准，公司 22-24 年 PE 分别为 38X、20X、14X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

4 风险提示

- 1) **宏观及政策风险** :公司所从事的开关设备行业属于电力行业的重要组成部分,是关系到国民经济持续稳定发展的主要环节之一,行业整体需求与宏观经济情况以及社会用电需求密切相关。如果国际经济环境进一步恶化影响到国内实业发展,或国内经济结构发生不利于电力行业的调整,都可能会影响到电力行业以及下游子行业的效益,从而进一步对公司未来业绩产生不良影响。
- 2) **市场竞争加剧风险** :受宏观经济影响,电气装备制造行业普遍存在成本上升、毛利下降、竞争日趋激烈的问题。国内一些民营企业相继涉及技术壁垒较低的中低压产品市场,增加了市场竞争成分。而跨国集团也凭借其品牌优势、丰富的研发制造经验、雄厚的资本优势,逐渐进入国内高压开关市场,并且具有较强竞争力,在常规产品方面及高端产品方面加剧了竞争,公司将面临较大的竞争压力。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	9273	11409	14462	18357
营业成本	8001	9751	12298	15490
营业税金及附加	78	114	116	165
销售费用	300	354	434	551
管理费用	272	331	362	441
研发费用	310	411	499	633
EBIT	256	448	755	1077
财务费用	39	38	35	32
资产减值损失	-179	-1	-1	-1
投资收益	24	23	29	37
营业利润	116	465	797	1137
营业外收支	17	0	0	0
利润总额	133	465	797	1137
所得税	13	93	143	227
净利润	120	372	653	910
归属于母公司净利润	71	305	595	828
EBITDA	743	607	929	1266

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2774	3316	4154	5118
应收账款及票据	6539	8460	10322	12593
预付款项	185	293	369	465
存货	1751	2137	2695	3395
其他流动资产	1617	936	1176	1480
流动资产合计	12866	15141	18716	23051
长期股权投资	211	211	211	211
固定资产	2432	2516	2585	2644
无形资产	1404	1304	1194	1074
非流动资产合计	6310	6276	6227	6163
资产合计	19175	21417	24943	29214
短期借款	658	658	658	658
应付账款及票据	7243	9084	11556	14641
其他流动负债	1700	1778	2216	2531
流动负债合计	9601	11520	14430	17830
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	82	70	70	70
非流动负债合计	82	70	70	70
负债合计	9683	11590	14501	17901
股本	1357	1357	1357	1357
少数股东权益	356	423	482	564
股东权益合计	9493	9826	10442	11314
负债和股东权益合计	19175	21417	24943	29214

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.19	23.03	26.76	26.93
EBIT 增长率	-29.19	75.32	68.40	42.69
净利润增长率	-43.87	330.77	95.05	39.23
盈利能力 (%)				
毛利率	13.72	14.53	14.97	15.62
净利润率	1.30	3.26	4.52	4.96
总资产收益率 ROA	0.37	1.42	2.38	2.83
净资产收益率 ROE	0.77	3.24	5.97	7.70
偿债能力				
流动比率	1.34	1.31	1.30	1.29
速动比率	1.07	1.05	1.03	1.02
现金比率	0.29	0.29	0.29	0.29
资产负债率 (%)	50.50	54.12	58.14	61.27
经营效率				
应收账款周转天数	246.73	260.00	250.00	240.00
存货周转天数	79.88	80.00	80.00	80.00
总资产周转率	0.48	0.53	0.58	0.63
每股指标 (元)				
每股收益	0.05	0.22	0.44	0.61
每股净资产	6.73	6.93	7.34	7.92
每股经营现金流	0.88	0.53	0.74	0.83
每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	165	38	20	14
PB	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	13.15	15.20	9.03	5.87
股息收益率 (%)	0.18	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	120	372	653	910
折旧和摊销	487	159	174	189
营运资金变动	389	205	193	49
经营活动现金流	1198	722	1002	1122
资本开支	-99	-121	-121	-121
投资	84	0	0	0
投资活动现金流	-4	-103	-97	-90
股权募资	6	0	0	0
债务募资	-564	0	0	0
筹资活动现金流	-652	-78	-68	-68
现金净流量	541	542	838	965

插图目录

图 1 : 2017-2021 年公司分业务收入占比.....	3
图 2 : 公司股权结构 (2022 年一季报披露)	4
图 3 : 2017-2022Q1 公司营业收入 (单位 : 亿元)	5
图 4 : 2017-2022Q1 公司归母净利润 (单位 : 亿元)	5
图 5 : 2017-2021 分业务收入 (单位 : 亿元)	5
图 6 : 2017-2021 分业务毛利率情况	5
图 7 : 2017-2022Q1 公司毛利率及净利率	5
图 8 : 2017-2022Q1 公司期间费用率	5
图 11 : 2020 年特高压交流工程主设备情况	7
图 12 : 2020 年 GIS 市场份额	7
图 13 各业务市场合同占比情况	8
图 14 : 2017-2021 海外业务收入及占比 (单位 : 亿元)	8

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1 : 业务拆分	8
表 2 : 可比公司 PE 数据对比	9
公司财务报表数据预测汇总	12

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001