

增持

# 汉缆股份 (002498. SZ)

线缆行业老兵，电网与海风需求景气助力公司成长

## ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980520080003  
联系人：王晓声 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn

## ◆ 电力设备 · 电网设备

## ◆ 投资评级：增持(首次评级)

### 事项：

近期《山东省能源保障网建设行动计划》正式发布，计划提出要打造山东半岛海上风电基地，到 2025 年将建成 8GW 海上风电项目，2030 年建成不少于 35GW 海上风电。汉缆股份作为山东本地唯一的主流海缆企业，将充分受益于山东省内市场的蓬勃发展。

**国信电新观点：**1) 公司深耕线缆行业四十载，产品广泛应用于电力系统发输配用各环节，凭借技术优势，公司高压/超高压电缆出货占比较高，我国电线电缆行业集中度远低于海外成熟市场，未来提升空间巨大。2) 目前公司在青岛即墨女岛拥有海缆产能 10 亿元，预计 2022 年底达到 20 亿元，2023 年达到 25-30 亿元。公司已形成成熟的 220kV 及以下海缆交付业绩，2018 年以来累计获得海缆订单超过 30 亿元。3) “十四五”电网投资迎来新周期，国网和南网投资重心分别在特高压和配电网，公司电力电缆和裸电线产品将充分受益。4) 公司收购恒劲动力，前瞻布局氢能装备制造业务为长远发展奠定基础。5) 我们预计公司 22-24 年实现营业收入分别为 100.59/122.36/142.19 亿元，同比增长 12.0%/21.6%/16.2%；实现归母净利润分别为 8.08/10.53/13.44 亿元（对应 22-24 年 PE 分别为 19/15/11），同比增长 3.9%/30.4%/27.6%，综合多角度估值我们认为公司股票合理价值在 5.76-6.08 元之间，相对于当前股价有 25%-32% 溢价空间，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**电网投资不达预期；海上风电建设速度不达预期；行业竞争加剧；公司海缆产能建设进度不达预期。

### 评论：

#### ◆ 线缆行业四十年老兵，经营稳健积淀深厚

公司主营电力电缆等多种线缆产品，主要应用于电力、石油、化工、交通、通讯、煤炭、冶金、水电、船舶、建筑等下游市场，产品涵盖百余个系列万余种规格，具备为国内外各级重点工程提供全方位配套的能力，是国家电网、南方电网、中石化、中石油、中海油、神华与中煤集团、中铁电气化局等国家大型企业的战略伙伴和重点供应商。

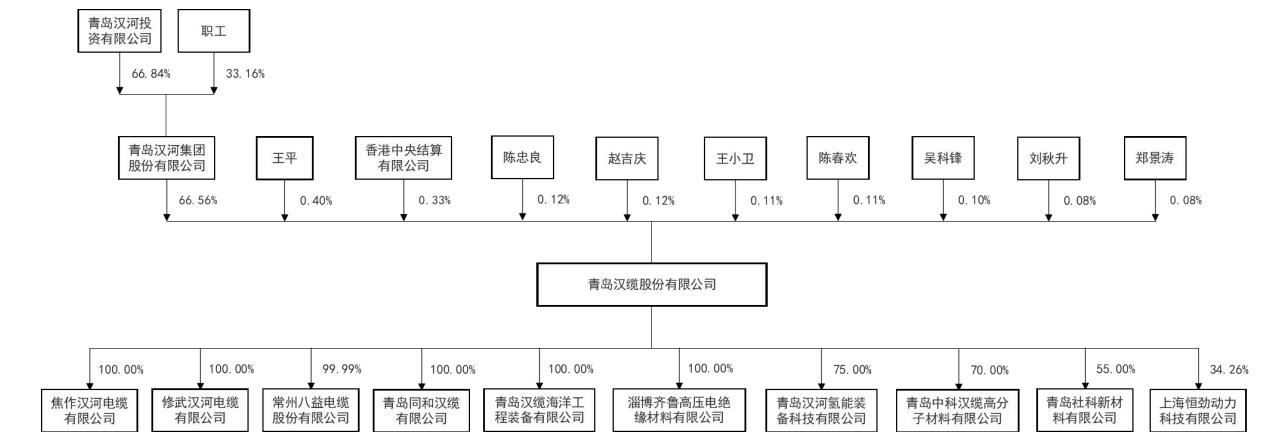
2021 年公司实现营业收入 90 亿元，毛利率 20.55%，其中各类陆缆产品和其他业务营收约为 81 亿元，毛利率 18.2%；海底电缆营业收入约为 8.9 亿元，毛利率为 42% 左右。公司拥有国家级企业技术中心、国家高压超高压电缆工程技术研究中心和博士后工作站，产品档次和综合效益位居国内行业领先水平。截至目前，公司已经形成成熟的 220kV 及以下海上风电用海缆销售业绩，已有海底电缆 10 亿产值的生产能力，另有在建海缆产能产值 10 亿元，预期 2022 年底投产；并计划在 2023 年新增 10 亿元海缆产能，预计 2023 年底实现海缆产能 25-30 亿元左右。

公司前身为 1982 年成立的崂山县沙子口人民公社汉河铜铝材厂，为青岛市崂山县汉河村设立的集体所有制企业，最早从事裸电线生产，1983 年开始生产塑料绝缘电线，1984 年由张思夏、张学宏、张学竹等人承包经营，1990 年开始生产 10kV、35kV 及以下交联电缆，1995 年被认定为“青岛市高新技术企业”同时

110kV、220kV 交联电缆列入国家火炬计划项目，1998 年开始生产 10kV、35kV 海底电缆，2002 年开始生产 500kV 交联电缆，2003 年在青岛即墨女岛港建立海底电缆生产基地，公司 2010 年在深交所上市。

公司的实际控制人为张思夏先生，从 1984 年对青岛电力电线电缆厂承包经营开始，张思夏先生就一直担任公司及其前身的厂长、董事长，张思夏先生一直主导着汉缆股份的业务发展方向和团队建设，在汉缆股份的管理团队中具有很强的凝聚力、影响力、支配力。2010 年 12 月张思夏先生卸任公司董事长职务，目前仍为公司实际控制人，通过汉河投资间接持有 19.9% 公司股份。目前公司董事长为张立刚先生。

图1：公司股权结构图（截至 2022 年一季度末）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司高压/超高压交联聚乙烯电力电缆



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图3：公司光电复合电缆



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 主打电缆与裸电线产品，2018-2021 年电缆收入 CAGR 达 16.4%

公司主要产品包括电力电缆、裸电线、电气装备用电缆、通信电缆、特种电缆等。

电力电缆一般按照电压等级区分为低压、中压、高压和超高压电力电缆，主要用于城市配电、大型电站引出线路、机械、冶金、化工、建筑等行业，在发、输、配、变、用各个环节均有广泛应用，行业景气度与城镇化建设、架空线入地、电源建设、大工业建设等领域的投资相关。近年来，随着海上风电的快速发展，公司产品也大量应用于海上风电阵列缆和送出缆。

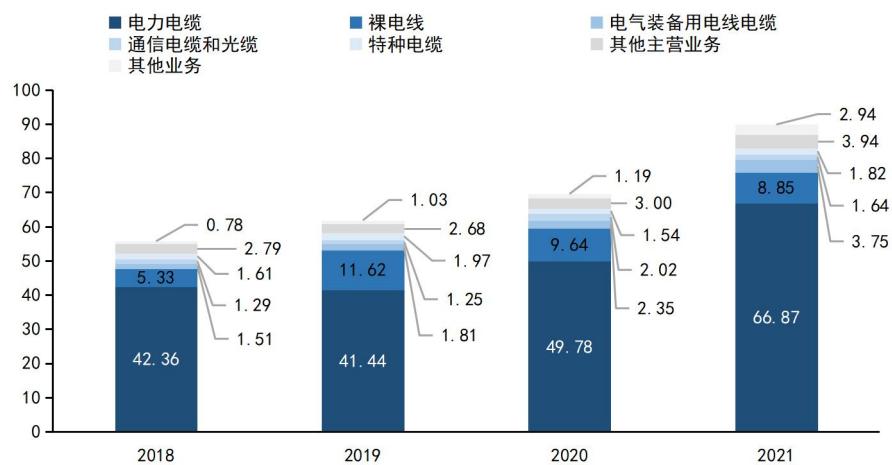
裸电线指仅有导体而无绝缘层的电线电缆产品，包括铜、铝等各种金属和复合金属圆单线、各种结构的架空输电线用的绞线、软接线、型线和型材，主要应用于长距离、大跨越的超高压、特高压输电网建设和农

村/城镇配电网建设。

公司电力电缆产品营业收入（含海底电缆）自 2018 年的 42.36 亿元增长至 2021 年的 66.87 亿元，CAGR 达到 16.4%；裸电线产品营业收入自 2018 年的 5.33 亿元增长至 2021 年的 8.85 亿元，CAGR 达到 18.4%。

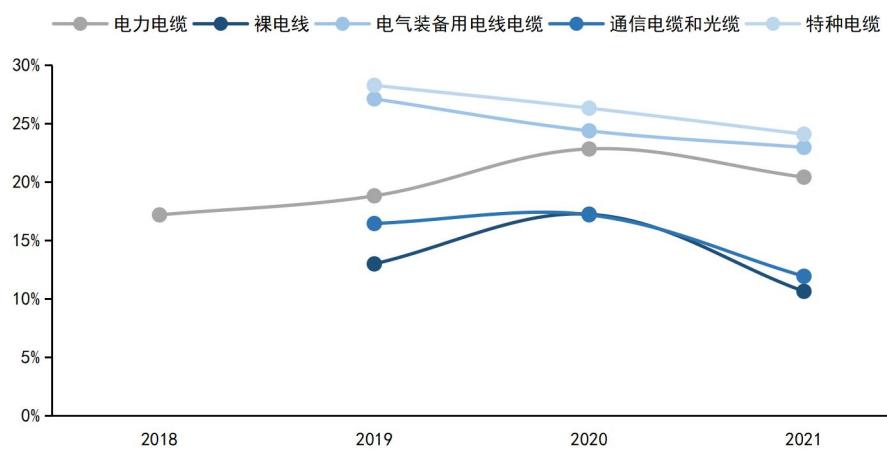
毛利率方面，公司 2018-2021 年电力电缆产品毛利率维持在 17%-23%区间之中，其中 2018-2020 年由于海上风电、海洋油气用海缆产品的集中交付带动毛利率持续提升，2021 年虽然海上风电迎来抢装但由于铜材价格的大幅上行造成电力电缆毛利率同比有所下降。裸电线产品主要原材料包括铝、钢、铜等，2021 年大宗价格上行对于毛利率同样有明显影响，预计 2022 年有望迎来修复。

图4：公司营业收入结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司主要产品毛利率情况（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2021 年公司实现电力电缆产品销量 30.6 万公里，2018-2021 年 CAGR 达到 13.4%；裸电线销量与超高压、特高压电网投资力度存在较强的相关性，2019 年由于公司先后执行张北-雄安、青海-河南、蒙西-晋中、临沂-石家庄等多个特高压导线项目，因此当年产销量有较大增长，2019-2021 年由于特高压投资力度有所下滑造成公司裸导线销量有所下降。

**表2：电线电缆产品分类与用途**

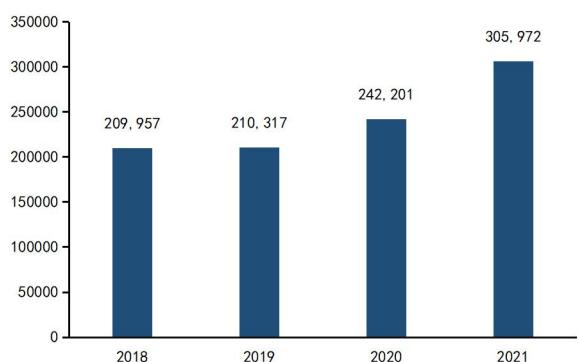
类别	用途
电力电缆	电力系统的主干线路中用以传输和分配大功率电能的电缆产品，主要用在发、配、输、变、供电线路中的强电电能传输。
电气装备用电线电缆	从电力系统的配电点把电能直接传送到各种用电设备、器具的电源连接线路用电线电缆，各种工农业装备中的电气安装线和控制信号用的电线电缆均属于这类产品。
通信电缆	传输电话、电报、电视、广播、传真、数据和其他电信信息的电缆，其中包括室内通信电缆、长途对称电缆和同轴（干线）通信电缆。
裸电线	仅有导体，而无绝缘层的产品，包括铜、铝等各种金属和复合金属圆单线、各种结构的架空输电线用的绞线、软接线、型线和型材，主要应用于长距离、大跨越、超高压输电电网建设。
绕组线	以绕组的形式在磁场中切割磁力线感应产生电流，或通以电流产生磁场所用的电线，故又称电磁线，包括具有各种特性的漆包线、绕包线、无机绝缘线等。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

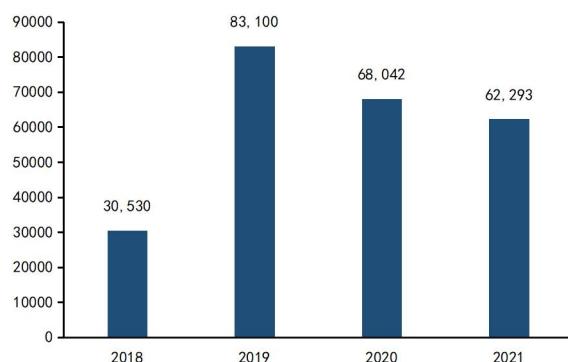
**表3：电力电缆等级区分与应用场景**

类别	电压等级	应用领域
低压电力电缆	1kV 及以下	用于电力、冶金、机械、建筑等行业
中压电力电缆	3-35kV	约 50% 用于电力系统的配电网络，将电力从高压变电站送到城市和偏远地区；其余用于建筑行业、机械、冶金、化工以及石化企业等
高压电力电缆	66-110kV	绝大部分应用于城市高压配电网络；部分用于大型企业内部供电，如大型钢铁、石化企业等
超高压电力电缆	220-500kV	主要运用于大型电站的引出线路。欧美等经济发达国家还将其用于超大城市等用电高负荷中心的输配电网；上海、北京等国内超大型城市也拟将超高压电缆用于城市输配电网

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图6：公司电力电缆产品历年销售量（单元：千米）**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图7：公司裸电线产品历年销售量（单位：吨）**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

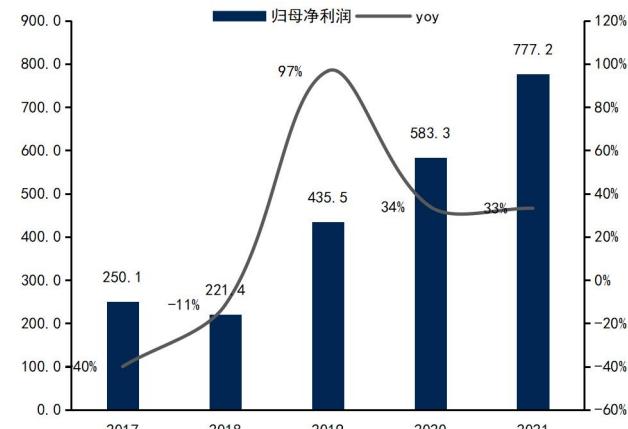
2017-2021 年公司营业收入 CAGR 达到 17.3%，2021 年实现营业收入 89.81 亿元，同比增长 29%；2017-2021 年公司归母净利润 CAGR 达到 32.8%，2021 年实现归母净利润 7.77 亿元，同比增长 33%。

分季度看，2020 年以来公司营业收入季度同比保持较高增长速度，由于行业季节性特点，通常一季度收入体量较小；二季度环比显著增加；从费用确认来看，通常在第四季度确认较多期间费用，导致公司每年一季度和四季度经营业绩低于第二和第三季度，尤其是 2021 年第二季度，受国内海缆集中交付的推动，归母净利润达到单季度历史高点。

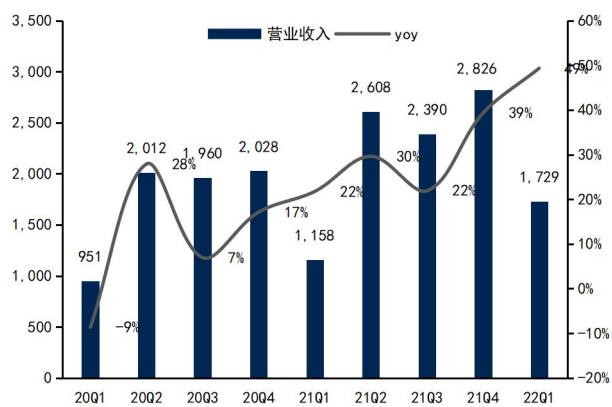
公司已经公告 2022 年财务预算情况，预计 2022 年实现营业收入 106 亿元，实现归母净利润 8.09 亿元。从历史来看，公司营收和归母净利润等实际经营业绩持续超过年初预算水平，体现公司财务管理体系较为完善，在手订单充足，成本控制能力较强。

**图8：公司年度营业收入及同比增速（单位：亿元、%）**

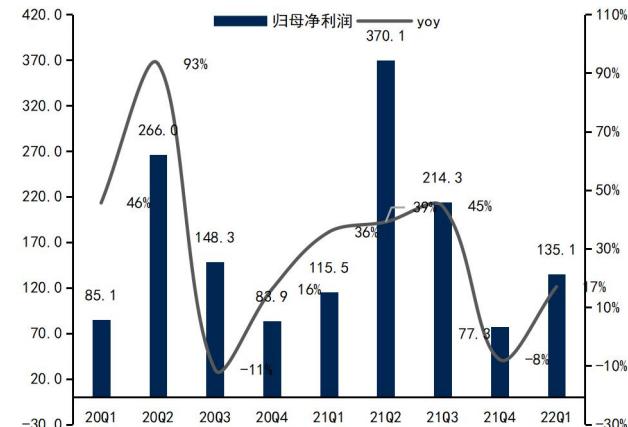

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图9：公司年度归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图10：公司季度营业收入及同比增速（单位：亿元、%）**


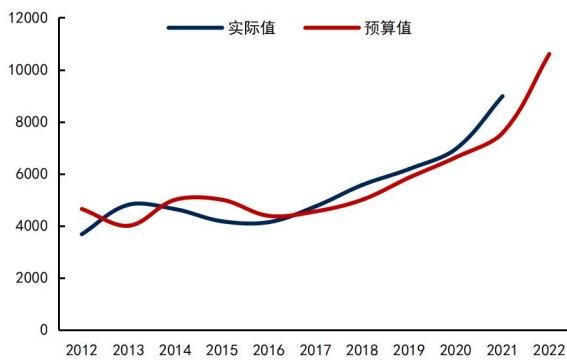
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图11：公司季度归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2017-2021年公司销售毛利率、净利润率整体呈现提升趋势，主要原因包括：其一，公司毛利率较低的裸电线和通信电缆和光缆产品占公司营业收入的比重有所降低，电力电缆占比有所提高；其二，电力电缆产品中盈利能力较强的海缆占比提高。2021年由于铜材大幅涨价，毛利率同比有所下降，但当年销售净利率保持增长态势。分季度看2021年二季度由于海缆的集中交付，毛利率升至29.1%；2021年下半年由于海缆占比下降，以及铜材涨价导致毛利率和净利率有所下降。2022年一季度，公司销售毛利率和净利率分别恢复至18.8%和7.7%。

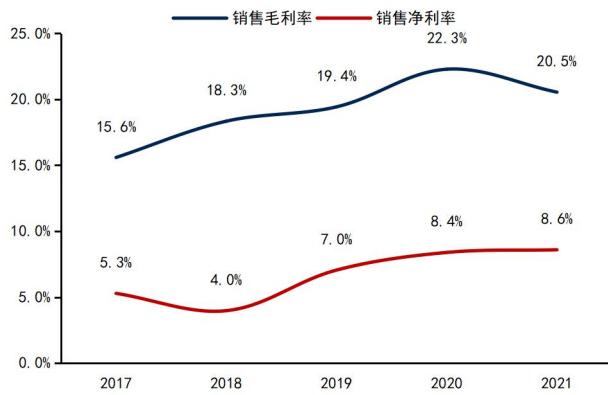
2019年以来公司资产负债率略有上行但仍维持在较低水平，ROE稳步提升。费用率方面，管理费用率整体保持稳定，2021年由于运输费调整至成本项，销售费用率同比下降2.3个百分点，财务费用率常年保持在较低水平。

**图12: 公司营业收入预算与实际完成值 (单位: 百万元)**


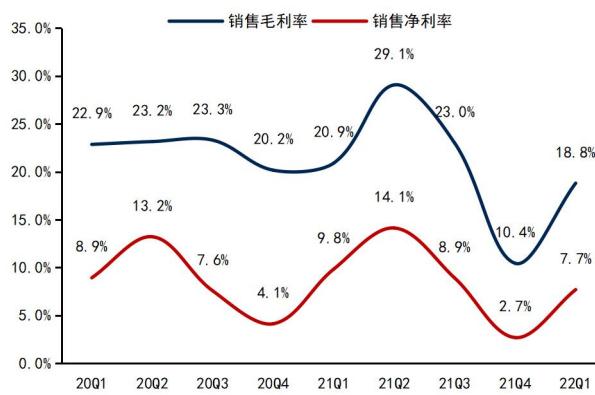
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图13: 公司归母净利润预算与实际完成值 (单位: 百万元)**

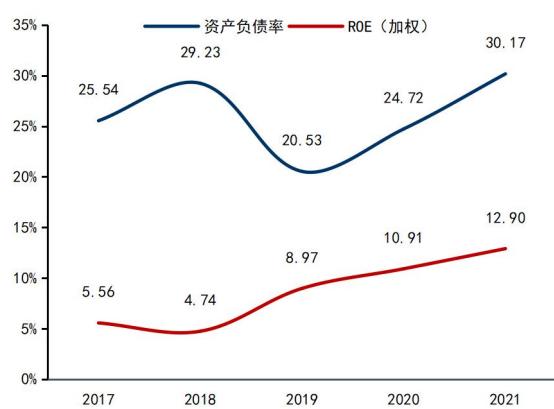

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图14: 公司年度销售毛利率及净利率 (单位: %)**


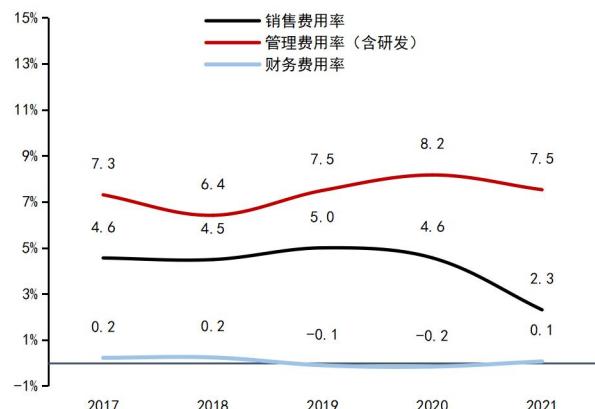
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图15: 公司季度销售毛利率及净利率 (单位: %)**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图16: 公司资产负债率与 ROE (加权) (单位: %)**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图17: 公司费用率情况 (单位: %)**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## ◆ 山东海上风电迎来爆发式增长, 公司立足青岛有望充分受益

公司已形成成熟的 220kV 及以下海缆中标、生产和交付经验。根据不完全统计数据, 2018 年至今公司已累计中标海上风电项目 16 个以上, 中标金额达到 30 亿元以上, 目前已中标华润电力苍南 1 号 400MW、三峡新能源昌邑莱州湾一期 300MW、国家电投山东半岛南 V 场址 500MW、国华投资渤中 1 场址 500MW 共四个平

价海上风电项目订单，其中三个项目为 220kV 主缆产品，表明进入平价时代后公司在海缆市场仍有较好的订单表现。

表1：汉缆股份历史海缆中标情况梳理（2018. 1. 1-2022. 8. 10）

中标时间	海上风电项目名称	中标内容	中标价格（亿元）
2018. 4. 24	莆田平海湾海上风电场 F 区项目	220kV 光电复合海缆及附件的采购	0. 74
2018. 8. 23	福清兴化湾海上风电场二期项目	2 回 220kV 海底光电复合缆、陆上 220kV 海缆终端设备、陆上 220kV 避雷器（含计数器）及其附件的采购及敷设工程	0. 86
2019. 3. 16	粤电珠海金湾海上风电场项目	220kV、35kV 海底光电复合电缆及 220kV 单芯陆缆及其附件设备	3. 29
2019. 4. 8	国家电投滨海南区 H3# 300MW 海上风电场工程	35kV、220kV 海底光电复合电缆及附件采购及敷设工程	-
2019. 4. 9	华能灌云海上风电项目	220kV 海底光电复合电缆及附件采购及敷设工程	1. 20
2019. 8. 1	浙江华能嘉兴 2 号海上风电项目	35kV 海底光电复合电缆及附件采购	1. 30
2019. 8. 21	浙江华能嘉兴 2 号海上风电项目	220kV 海底光电复合电缆及附件采购	2. 14
2020. 5. 12	明阳阳江沙扒 300MW 科研示范项目	220kV、35kV 海缆采购及敷设工程	6. 63
2020. 5. 28	三峡新能源山东昌邑莱州湾一期（300MW）海上风电项目	220kV 海缆采购及敷设工程	2. 90
2020. 6. 8	国家电投山东半岛南 3 号 300MW 海上风电场工程	35kV 海底光电复合缆及附件采购	-
2020. 7. 7	龙源电力江苏海上龙源风力发电有限公司龙源江苏大丰 300MW 海上风电场项目	35kV 海底光电复合缆及附件采购与运输服务	1. 28
2020. 9. 7	奉贤海上风电项目	220kV、35kV 海底光电复合缆及附件采购	1. 60
2020. 12. 30	中国大唐集团有限公司 2020 年 11 月大唐汕头南澳勒门 I 海上风电场项目	220kV、35kV 海底光电复合缆及附件采购	3. 57
2021. 6. 25	东海大桥海上风电项目	35kV 光纤复合海底电缆、35kV 电力电缆及光缆供货及技术服务采购	0. 28
2021. 11. 5	华润电力苍南 1#海上风电项目	220kV 海底光电复合缆、220kV 陆缆及附件的采购及敷设工程	2. 71
2022. 5. 6	国家电投山东半岛南海上风电基地 V 场址项目	35kV 海缆产品	-
2022. 6. 6	国华投资山东国华时代投资发展有限公司国华渤中海上风电项目	2 回 220kV 海缆、海底光电复合电缆及附件采购及敷设工程	2. 95

资料来源：公司公告，采招网，国信证券经济研究所整理 注：国家电投滨海南区 H3 与国家电投山东半岛南 3 号项目未给出中标价格

图18：截至 2021 年底各省海上风电累计装机容量（单位：MW）



资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

公司立足青岛，已在即墨女岛形成海缆产能约 10 亿元，预计 2022 年底产能将达到 20 亿元，2023 年底产能有望达到 25-30 亿元。“十三五”时期山东省海上风电发展较为滞后，截至 2021 年底山东省海上风电累计装机容量仅为 0.6GW，是我国沿海大省中装机容量最小的省份。进入“十四五”以来，山东省高度重视海上风电发展，2021 年底新增装机容量达到 1.5GW，同比增长 100%，成为全国海上风电新增装机容量最大的省份。

视新能源发展，2022 年规划海上风电开工 5GW，建成 2GW 左右；到 2025 年开工 12GW，建成 8GW；到 2030 年，建成 35GW。山东省在未来十年将成为我国海上风电发展的主阵地。

表2：全国各省海上风电“十四五”规划一览（截至 2022.8.18）

省份	十四五	2021 年	2022-2025	十四五期间启动前期工作（含十四五建成量）	具体规划
广东	17.0	4.0	13.0	28.0	广东省印发《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案》，到 2021 年底累计建成投产装机容量达到 400 万千瓦，2025 年底力争达到 1,800 万千瓦，在全国率先实现平价并网。
江苏	12.7	4.4	8.3	11.7	《江苏省“十四五”可再生能源发展专项规划》指出，到 2025 年江苏省新增海上风电约 800 万千瓦；《江苏省 2021 年度海上风电项目竞争性配置工作细则》释放 2.65GW“十三五”遗留开发资源；《江苏省“十四五”海上风电规划环境影响评价第二次公示》规划容量 9.09GW。
浙江	7.0	2.0	5	5	《浙江省能源发展十四五规划》指出，到 2025 年全省海上风电装机容量达到 500 万千瓦以上。《关于促进浙江省新能源高质量发展的实施意见（修改稿）》提出，2022-2025 年通过竞争性配置确定需要扶持的项目，年度装机总容量分别不超过 50 万千瓦、100 万千瓦、150 万千瓦、100 万千瓦。
福建	8.0	2.0	6.0	>50.0	根据《福建省“十四五”能源发展专项规划》，稳妥推进深远海风电项目，“十四五”期间增加并网装机 410 万千瓦，新增开发省管海域海上风电规模约 1030 万千瓦，力争推动深远海风电开工 480 万千瓦。
山东	8.0	0.6	7.4	35.0	《能源保障网建设行动计划》中指出，2022 年，海上风电开工 500 万千瓦，建成 200 万千瓦左右。到 2025 年，开工 1200 万千瓦，建成 800 万千瓦；到 2030 年，建成 3500 万千瓦。
辽宁	4.0	1.0	3.0	3.0	根据《辽宁省“十四五”海洋经济发展规划》，到 2025 年力争海上风电累计并网装机容量达到 4050 兆瓦。
广西	3.0	0	3.0	22.5	第六届全球海上风电大会上获悉，广西“十四五”规划海上风电场址 25 个，总装机容量 2250 万千瓦，力争核准海上风电 800 万千瓦以上，投产 300 万千瓦。广西海上风电规划于 2021 年 11 月 1 日正式获得国家能源局批复。
海南	5.0	0	5	12.3	《海南省海洋经济发展“十四五”规划（2021-2025 年）》指出，在东方西部、文昌东北部、乐东西部、儋州西北部、临高西北部 50 米以浅海域优选 5 处海上风电开发示范项目场址，总装机容量 300 万千瓦，2025 年实现投产规模约 120 万千瓦。根据《海南省海上风电项目招商（竞争性配置）方案》，海南省“十四五”期间规划 11 个场址作为近期重点项目，总开发容量为 1230 万千瓦。
上海	2.0	0.4	1.6	2.0	上海市发布关于印发《上海市能源发展“十四五”规划》，近海风电重点推进奉贤、南汇和金山三大海域风电开发，探索实施深远海域和陆上分散式风电示范试点，力争新增规模 180 万千瓦。
<b>合计</b>	<b>66.7</b>	<b>14.4</b>	<b>52.3</b>	<b>169.6</b>	

资料来源：各地发改委、能源局，国信证券经济研究所整理

为了鼓励海上风电的建设，山东省计划对 2022-2024 年在山东建成并网的海上风电项目分别给予每千瓦 800 元、500 元和 300 元的财政补贴，补贴规模分别不超过 2GW、3.4GW 和 1.6GW。山东省成为继广东省后第二个明确提供海上风电建设补贴的省份，浙江省也随后出台了相关补贴政策。

表 3：全国各省海上风电“十四五”规划一览（截至 2022.8.18）

省份	发布时间	文件名称	补贴方式	上网电价
广东	2021.6	《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案》	2022 年起，省财政对省管海域未能享受国家补贴的项目进行投资补贴，项目并网价格执行我省燃煤发电基准价（平价），推动项目开发由补贴向平价平稳过渡。其中：补贴范围为 2018 年底前已完成核准、在 2022 年至 2024 年全容量并网的省管海域项目，对 2025 年起并网的项目不再补贴；补贴标准为 2022 年、2023 年、2024 年全容量并网项目每千瓦分别补贴 1500 元、1000 元、500 元。	项目并网价格执行我省燃煤发电基准价（平价）
山东	2022.4.1	《山东省 2022 年“稳中求进”高质量发展政策清单（第二批）》新闻发布会	对 2022—2024 年建成并网的“十四五”海上风电项目，省财政分别按照每千瓦 800 元、500 元、300 元的标准给予补贴，补贴规模分别不超过 200 万千瓦、340 万千瓦、160 万千瓦。2023 年底前建成并网的海上风电项目，免于配建或租赁储能设施。允许发电企业投资建设配套送出工程，由电网企业依法依规回购，推动项目早建成、早投产。	未明确
浙江	2022.7.5	《关于 2022 年风电、光伏项目开发建设有关事项的通知》	2022 年和 2023 年，全省享受海上风电省级补贴规模分别按 60 万千瓦和 150 万千瓦控制、补贴标准分别为 0.03 元/千瓦时和 0.015 元/千瓦时。以项目全容量并网年份确定相应的补贴标准，按照“先建先得”原则确定享受省级补贴的项目，直至补贴规模用完。项目补贴期限为 10 年，从项目全容量并网的第二年开始，按等效年利用小时数 2600 小时进行补贴。2021 年底前已核准项目，2023 年底未实现全容量并网将不再享受省级财政补贴。	海上风电上网电价暂时执行全省燃煤发电基准价

资料来源：各地发改委、能源局，国信证券经济研究所整理

## ◆ 国内电缆行业集中度提升空间巨大，行业龙头有望受益

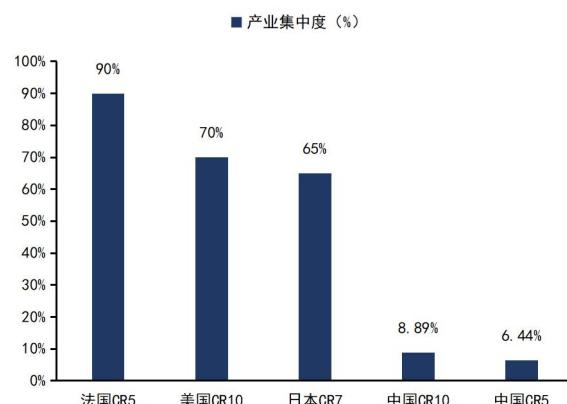
根据第三方机构数据，2015年-2020年我国电线电缆行业销售收入总体呈波动增长态势，2020年中国电线电缆行业销售收入达到1.57万亿元，同比增长12.14%；预计2021年我国电线电缆行业销售收入将达1.65万亿元，2021年-2024年CAGR为4.8%。我国电线电缆行业规模位居世界前列，但与发达国家相比产业集中度仍然偏低，据统计，2020年我国电线电缆行业CR3为4.57%，CR5为6.44%，CR10为8.89%；而美国CR10达到了70%，日本CR7达到65%，法国CR5达到90%。我国电线电缆行业目前主要以各类陆上用线缆为主，下游行业主要包括电力传输与供应、工商业建筑、设备用电缆等，整体技术壁垒较低、同质化竞争较为严重，目前仍处于行业洗牌初期。

图19：中国电线电缆市场规模预测（单位：万亿元）



资料来源：电线电缆网，观研报告网，国信证券经济研究所整理

图20：2020年国内外电线电缆产业集中度对比（单位：%）



资料来源：GRAND VIEW RESEARCH，国信证券经济研究所整理

## ◆ 特高压、配电网建设加速，线缆行业迎来成长新周期

我国正处于经济社会快速发展阶段，2012-2021年全社会用电量CAGR高达5.9%，同时以风电、光伏为代表的新能源装机容量快速增长，截至2021年底风电和太阳能发电累计装机容量分别达到3.28亿千瓦和3.07亿千瓦，占全国电力装机的占比分别达到13.8%和12.9%，而调节性能较强的火电装机容量占比从2012年的71.5%下降至2021年的54.6%。2021年我国向世界庄严提出2030年实现碳达峰、2060年实现碳中和的伟大目标，并陆续启动两批新能源“大基地”规划和建设，我国对于电网投资的需求日益迫切。

图21：我国全社会用电量及同比增速（单位：亿千瓦时）



资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

图22：我国电力装机结构（单位：%）



资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

**图23: 我国历年电网/电源工程投资完成额 (单位: 亿元)**


资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

“十四五”期间，国家电网计划投资2.4万亿元，南方电网规划投资约6700亿元，两大电网公司合计投资总额将达到3.07万亿元。从投资方向来看，国网侧重特高压，而南网侧重配电网：“十四五”期间国家电网公司规划建设特高压工程“24交14直”，涉及线路3万余公里，变电换流容量达3.4亿千瓦，总投资3800亿，较“十三五”特高压投资总额2800亿元增长35.7%，特高压有望迎来新一轮建设高峰。南方电网方面，预计“十四五”期间配电网规划投资达到3200亿元，约占总投资额的48%。特高压投资增长将有效带动架空线类产品的需求，而配电网投资将大幅带动电力电缆的需求。

2022年1-7月，国家电网公司完成电网投资2364亿元，同比增长19%，目前在建项目总投资8832亿元；到年底前预计再完成近3000亿元电网投资，同时开工一大批重大工程，项目总投资4169亿元，其中110千伏及以上电网和抽水蓄能电站1173项，届时在建项目总投资有望创历史新高，达到1.3万亿元，带动上下游产业投资超过2.6万亿元。在特高压建设方面，预计年内将再开工“四交四直”8项特高压，总投资超过1500亿元，进一步发挥电网投资拉动作用。电网投资具有拉动投资、提振经济发展和解决大规模新能源接入和消纳等多重功能，我们预计在稳增长和双碳整体发展方向之下，“十四五”期间以特高压、配电网为主要方向的电网投资将保持稳健增长。

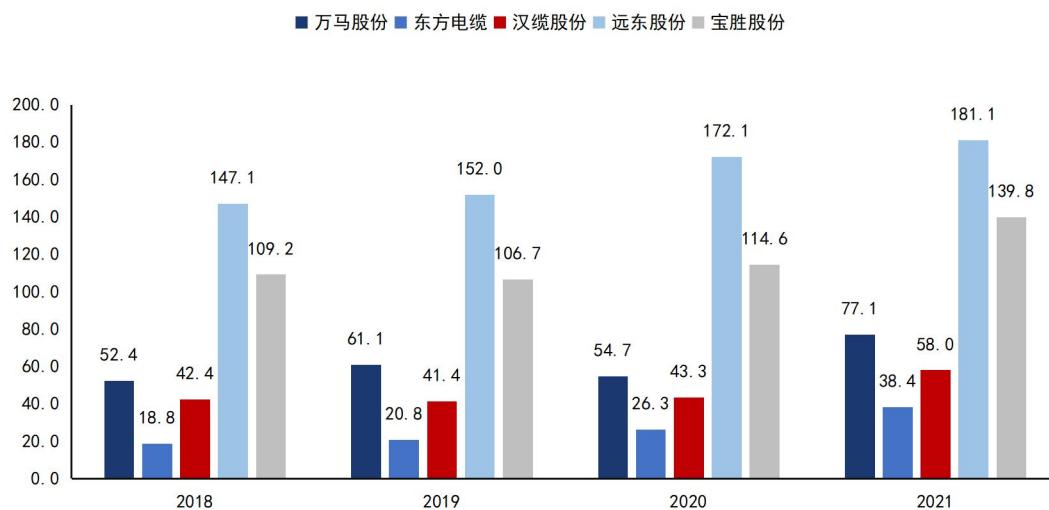
**图24: 国家电网、南方电网“十三五”与“十四五”电网投资对比 (单位: 亿元)**


资料来源：国家电网公司，南方电网公司，国信证券经济研究所整理

公司作为我国电线电缆制造的领先企业，在行业内享有很高的品牌影响力和美誉度，截至 2021 年底公司为国内唯一提供 500kV 及以下电缆及附件、敷设安装、竣工试验成套服务全套解决方案和交钥匙工程的大型制造服务商。

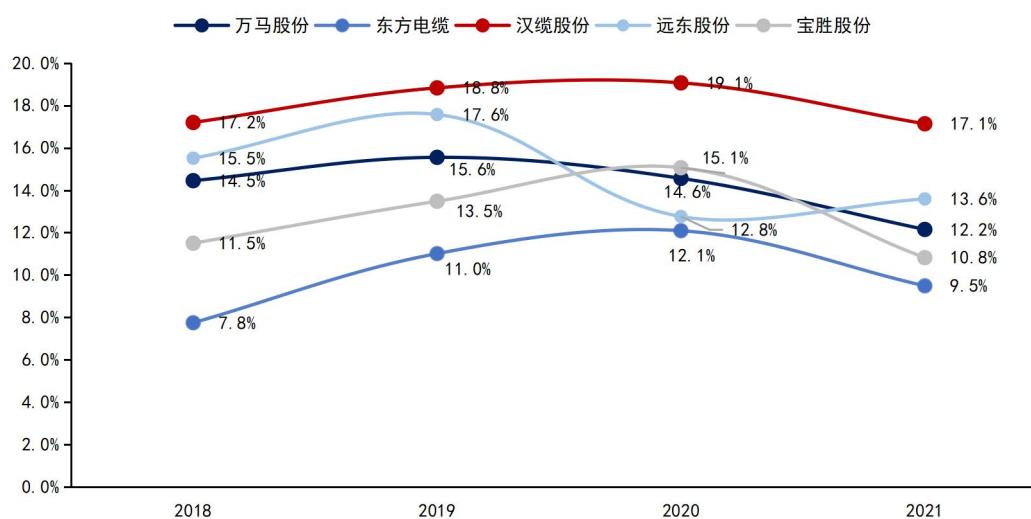
为打破境外公司对高压超高压交联电缆聚乙烯绝缘料的市场垄断，加快推进国产化，保障国家电力供应的安全，推进关键核心技术研发及产业化。2021 年公司设立全资子公司淄博齐鲁高电压绝缘材料有限公司，产品定位于 110kV 以上超高压绝缘料的自主研发生产，预计 2023 年投产。

图25: 同行业电缆产品销售收入对比（单位: 亿元）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理 注：万马股份科目选取电力产品，东方电缆科目选取陆缆系统，汉缆股份科目选取电力电缆（已剔除海缆）；远东股份科目选取智能缆网；宝胜股份科目选取电力电缆

图26: 同行业公司电缆产品毛利率对比（单位: %）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理 注：万马股份科目选取电力产品，东方电缆科目选取陆缆系统，汉缆股份科目选取电力电缆（已剔除海缆）；远东股份科目选取智能缆网；宝胜股份科目选取电力电缆

电力电缆行业上市公司包括汉缆股份、万马股份、东方电缆、远东股份、宝胜股份等，2018-2021 年各家

电缆产品收入规模均处于增长态势，毛利率方面 2021 年由于大宗商品价格上涨毛利率大部分有所下降。从收入体量上看汉缆股份处于行业中游水平，毛利率高于友商，主要由于公司电缆出货中高毛利的高压/超高压电缆占比高于友商引起。

在产能投资和设备改造方面，2021 年公司焦作中低压生产基地、即墨海工装备产业园等项目建设顺利推进，同和特种线缆生产基地、阳谷高压生产基地产能也得到进一步释放。

### ◆ 守正创新，积极布局氢能业务

在电线电缆主业之外，2020 年起公司积极布局和开拓氢能业务。

2020 年 2 月 10 日，公司与青岛汉河集团股份有限公司（以下简称“汉河集团”）签订附条件生效《股权转让协议》，公司以人民币 2.6 亿元收购汉河集团持有的上海恒劲 34.26% 的股权；转让完成后公司目前持有上海恒劲 34.26% 的股权。恒劲动力主要从事氢能质子交换膜（PEM）燃料电池技术及相关的新能源产品的研究、设计、开发和销售，核心技术团队由来自巴拉德，三星等国际知名公司的首席技术人员构成，具有近 30 年燃料电池和通信领域的系统开发与设计经验。公司现有在职人员 60 余人，其中博士/硕士/本科学位人员 50 多名，研发人员占公司总人数的 75%。

图27：固定式氢能电源系统



资料来源：恒劲动力官方网站，国信证券经济研究所整理

图29：模压复合双极板



资料来源：杜科新材官方网站，国信证券经济研究所整理

图28：巴士用燃料电池发动机



资料来源：恒劲动力官方网站，国信证券经济研究所整理

图30：模压柔性双极板



资料来源：杜科新材官方网站，国信证券经济研究所整理

2020 年 9 月 7 日，公司与上海恒劲动力科技有限公司共同出资设立青岛汉河氢能装备科技有限公司，公司注册资本 4 亿元，公司持股占比 75%，上海恒劲动力科技有限公司持股占比 25%，纳入公司合并报表范围。目前公司正依托汉河氢能装备进行 70kW 氢燃料电池车项目配套发电车核心组件的研发，这一车型是为杭

州亚运会定制研发，届时将为场馆或通讯提供不间断供电服务。

2020 年 12 月汉缆股份与惠州市杜科新材料有限公司、青岛岩海碳材料有限公司签署《氢燃料电池模压石墨复合双极板项目合作协议》，三方同意共同成立青岛杜科新材料有限公司，汉缆股份持股占比 55%，纳入合并报表范围。杜科新材主要开展氢能源燃料电池复合双极板研发，本项目冷压成型的复合板加工成本仅有硬质石墨板的 5%左右，电导率及强度等关键指标显著优于膨胀石墨板、使用寿命及成本明显优于金属板。目前公司复合板 1.0 产品配方已定型，接下来将升级优化至 2.0 版产品。

## ◆ 盈利预测

### 假设前提：

电力电缆：随着电网投资的持续释放和兑现，预计 2022-2024 年销量分别为 33.96/39.06/42.96 万 km，结合当前大宗商品价格情况，预计价格维持在 1.9 万元/km 左右，毛利率为 17.89%。

裸电线：预计 2022-2024 年销量分别为 6.54/6.54/6.54 万吨，销售价格分别为 1.42/1.44/1.44 万元/吨，毛利率分别为 11.97%/11.81%/11.81%。

电气装备+通信+特种电缆：预计 2022-2024 年销售收入分别为 9.37/10.78/12.39 亿元，毛利率分别为 18%/18%/18%。

海缆：预计 2022-2024 年销售收入分别为 10.18/20/30 亿元，毛利率分别为 25%/26%/28%。

综上所述，预计 2022-2024 年公司实现营业收入分别为 100.59/122.36/142.19 亿元，同比 +12.0%/21.6%/16.2%，毛利率分别为 18.37%/19.03%/19.89%。

公司历年销售费用率、管理费用率随着销售规模的扩张略有下降，后续预计保持小幅下降走势；由于公司后续在高端电缆、特种电缆和氢能业务方面降保持一定的研发投入强度，预计研发费用率维持在较高水平。我们预计 2022-2024 年公司销售费用率分别为 2.3%/2.0%/2.0%，研发费用率分别为 5.0%/5.0%/5.0%，管理费用率分别为 2.0%/2.0%/1.8%。

## 未来 3 年业绩预测

表4：未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,981	10,059	12,236	14,219
营业成本	7,136	8,211	9,908	11,391
销售费用	207	229	245	284
管理费用	190	239	279	291
研发费用	486	500	608	707
财务费用	6	(5)	10	13
营业利润	884	958	1,224	1,562
利润总额	884	958	1,224	1,562
归属于母公司净利润	777	808	1,053	1,344
EPS	0.23	0.24	0.32	0.40
ROE	13%	12%	14%	16%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 100.59/122.36/142.19 亿元，同比增速分别为 12.0%/21.6%/16.2%；归属母公司净利润 8.08/10.53/13.44 亿元，同比增速分别为

3.9%/30.4%/27.6%，2022-2024年每股收益分别为0.24/0.32/0.40元。

### ◆ 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

#### 绝对估值：5.78-6.47元

公司是国内电线电缆龙头企业，产品广泛应用于电力系统发输配用各环节，其中在高压/超高压电缆领域具有技术和市场优势。“十四五”电网投资迎来新周期，国网和南网投资重心分别在特高压和配电网，公司电力电缆和裸电线产品将充分受益。公司已有海缆产能10亿元，预计2022年底达到20亿元，2023年达到25-30亿元；目前已中标华润电力苍南1号400MW、三峡新能源昌邑莱州湾一期300MW、国家电投山东半岛南V场址500MW、国华投资渤中1场址500MW共四个平价海上风电项目海缆订单，其中三个项目为220kV主缆产品。公司电线电缆业务有望随着电网投资的释放迎来新一轮增长，行业洗牌加速助力公司份额稳健提升，2022-2030年山东海上风电发展将带动公司海缆业务持续增长；此外公司前瞻布局氢能业务为长远发展奠定基础。

表3：公司盈利预测假设条件（%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	10.98%	12.50%	29.19%	12.00%	21.63%	16.21%	13.95%
营业成本/营业收入	80.57%	77.72%	79.50%	81.63%	80.97%	80.11%	79.72%
管理费用/营业收入	2.33%	2.37%	2.11%	2.03%	2.00%	1.80%	1.80%
销售费用/销售收入	4.60%	2.30%	2.28%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
研发费用/销售收入	5.20%	5.80%	5.40%	4.97%	4.97%	4.97%	4.97%
营业税及附加/营业收入	0.40%	0.39%	0.36%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%
所得税税率	13.17%	13.45%	12.70%	15.70%	14.00%	14.00%	14.00%
股利分配比率	28%	21%	20%	20%	20%	20%	30%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表4：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.10	T	15.00%
无风险利率	2.80%	Ka	8.30%
股票风险溢价	5.00%	有杠杆 Beta	1.13
公司股价（元）	4.62	Ke	8.44%
发行在外股数（百万）	3327	E/(D+E)	85.00%
股票市值（E，百万元）	15370	D/(D+E)	15.00%
债务总额（D，百万元）	480	WACC	7.79%
Kd	4.80%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上假设采用FCFE估值方法，得到公司的绝对估值区间为5.78-6.47元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于权益资本成本Ke和永续增长率较为敏感，下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，得出公司绝对估值的股价区间在5.78-6.47元。

**表5：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）**

		Ke 变化				
6.10		8.0%	8.2%	8.4%	8.6%	8.8%
永续增长率变化	2.6%	7.05	6.78	6.52	6.28	6.05
	2.4%	6.88	6.62	6.37	6.14	5.93
	2.2%	6.71	6.47	6.23	6.02	5.81
	2.0%	6.56	6.32	6.10	5.89	5.70
	1.8%	6.42	6.19	5.98	5.78	5.59
	1.6%	6.28	6.07	5.87	5.67	5.49
	1.4%	6.16	5.95	5.76	5.57	5.40

资料来源：国信证券经济研究所分析

### 相对估值：5.76–6.08 元

可比公司的选择：公司是国内电线电缆行业龙头企业，同时有陆缆和海缆的生产能力和交付。电线电缆板块可比上市公司包括宝胜股份、远东股份、东方电缆、中天科技等，其中东方电缆和中天科技是海缆行业龙头企业，处于海缆行业第一梯队，同时也从事陆缆产品、海洋工程、光纤光缆等其他业务；宝胜股份和远东股份是陆缆行业龙头企业，宝胜股份目前已有 220kV 及以下海缆交付与应用经验，远东股份正在布局海缆产能。上述公司与汉缆股份业务结构较为类似，因此我们选择宝胜股份、远东股份、东方电缆、中天科技作为可比公司。

通过对比可以看出可比公司 2023 年平均估值为 18.04 倍，考虑到可比公司已经包括了海缆行业处于不同发展阶段的企业，且公司在高压/超高压电缆领域具有较为显著的优势，因此我们认为 23 年公司合理估值区间为 18–19 倍 PE，得出公司合理相对估值股价区间为 5.76–6.08 元。

**表6：同类公司估值比较（2022 年 8 月 18 日收盘价）**

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
600973	宝胜股份	-	6.16	84	0.30	0.48	20.53	12.83
600869	远东股份	-	7.57	168	0.44	0.68	17.20	11.13
603606	东方电缆	买入	82.86	570	1.76	2.84	47.08	29.18
600522	中天科技	-	26.05	889	1.11	1.37	23.47	19.01
<b>均值</b>					<b>0.92</b>	<b>1.34</b>	<b>27.07</b>	<b>18.04</b>
002498	汉缆股份	增持	4.62	154	0.24	0.32	19.25	14.44

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测   注：宝胜股份、远东股份、中天科技采用 wind 一致预测数据

### 投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理价值在 5.76–6.08 元之间，对应 23 年动态 PE 区间为 18–19 倍，相对于公司目前股价有 25%–32% 溢价空间。我们认为，公司是国内电线电缆行业龙头企业，在高压/超高压陆缆有显著优势，同时已形成 220kV 及以下海缆产品成熟应用业绩；随着电网投资加速和山东海上风电进入高速发展期公司有望充分受益；此外公司前瞻布局氢能业务为长远发展奠定良好基础。我们预计公司 22–24 年实现营业收入分别为 100.59/122.36/142.19 亿元，同比增长 12.0%/21.6%/16.2%；实现归母净利润分别为 8.08/10.53/13.44 亿元，同比增长 3.9%/30.4%/27.6%，首次覆盖给予“增持”评级。

## ◆ 风险提示

### 估值的风险

我们采用了绝对估值和相对估值方法，多角度综合分析得出公司的合理估值在 5.76-6.08 元之间，但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、股权资金成本  $Ke$  的计算、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选择，其中都加入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体如下：

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、股权资金成本  $Ke$  对公司的估值影响较大，我们在计算  $Ke$  时采用的无风险利率 2.80%、股票风险溢价 5.0% 的取值都有可能偏低，导致  $Ke$  计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定 10 年后公司  $TV$  增长率为 2.0%，公司产品的下游行业主要包括电力系统、海上风电等，目前成长性良好，下游需求景气度较高，但是远期面临行业增长减慢甚至下滑的可能性，那么公司持续成长实际偏低或者负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们主要关注公司 23 年估值，选取可比公司 23 年平均 PE 作为参考，最终判断公司 22 年合理的 PE 在 18-19 倍之间。上述估值方法存在以下风险：选取的可比公司，各公司对应下游应用存在差异，市场竞争要素和格局存在区别，行业整体估值水平偏高。

### 盈利预测的风险

毛利率/价格下降：铜、铅、高分子材料等公司主要原材料价格持续上涨造成产品毛利率下降，市场竞争加剧、同行业公司扩产等原因造成公司主要产品价格和毛利率下降。

海上风电建设进度缓慢：山东海上风电目前规划新增装机体量较大、发展节奏较快，若整体发展节奏低于预期则公司海缆销售收入存在高估的风险。

海缆新增订单低于预期：公司在山东海缆市场拥有一定的区位优势，若同行业公司在当地积极扩产、加大市场开拓力度则公司海缆新增订单存在高估的风险。

海缆扩产进度不达预期：公司目前海缆产能较少，若后续扩产进度不达预期则存在海缆销售收入高估的风险。

电网投资建设进度不达预期：公司电线电缆产品下游客户主要为电网公司，目前两大电网公司“十四五”规划投资体量较大，后续若建设进度不达预期则公司电线电缆销量存在高估的风险。

### 政策风险

目前山东等省份已给出海上风电省补政策，后续若补贴退坡、取消则存在海缆业务增速放缓的风险。

电力电缆下游需求来自电网建设、新能源、基建等领域，后续若相关行业政策支持力度（例如税收、补贴、融资等方面）下降，可能造成相关行业投资规模下降。

### 其他风险

国内若疫情频繁反复有可能影响公司正常生产与交付，使得公司销售收入和利润不及预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	878	1042	1696	1721	2255	营业收入	6952	8981	10059	12236	14219
应收款项	2555	3640	3032	3687	4285	营业成本	5403	7136	8211	9908	11391
存货净额	1241	1256	1378	2011	2337	营业税金及附加	27	32	45	55	64
其他流动资产	411	375	427	396	342	销售费用	317	207	229	245	284
<b>流动资产合计</b>	<b>5649</b>	<b>7017</b>	<b>7247</b>	<b>8545</b>	<b>9961</b>	管理费用	165	190	239	279	291
固定资产	587	818	1377	1509	1527	研发费用	403	486	500	608	707
无形资产及其他	384	520	686	851	1016	财务费用	(11)	6	(5)	10	13
投资性房地产	205	266	201	245	284	投资收益	32	39	54	30	30
长期股权投资	687	700	700	700	700	资产减值及公允价值变动	(34)	(100)	3	8	8
<b>资产总计</b>	<b>7513</b>	<b>9321</b>	<b>10211</b>	<b>11850</b>	<b>13489</b>	其他收入	58	120	58	46	46
短期借款及交易性金融负债	0	277	0	0	0	营业利润	671	884	958	1224	1562
应付款项	482	879	669	940	1081	营业外净收支	2	0	0	0	0
其他流动负债	350	549	600	721	827	<b>利润总额</b>	<b>674</b>	<b>884</b>	<b>958</b>	<b>1224</b>	<b>1562</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1463</b>	<b>2416</b>	<b>2174</b>	<b>2762</b>	<b>3188</b>	所得税费用	91	112	150	171	219
长期借款及应付债券	0	0	480	640	720	少数股东损益	(0)	(6)	0	0	0
其他长期负债	395	396	396	396	396	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>583</b>	<b>777</b>	<b>808</b>	<b>1053</b>	<b>1344</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>395</b>	<b>396</b>	<b>876</b>	<b>1036</b>	<b>1116</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1858</b>	<b>2812</b>	<b>3049</b>	<b>3797</b>	<b>4303</b>	<b>净利润</b>	<b>583</b>	<b>777</b>	<b>808</b>	<b>1053</b>	<b>1344</b>
少数股东权益	18	137	137	137	137	资产减值准备	(32)	(92)	14	8	8
股东权益	5638	6372	7024	7916	9049	折旧摊销	69	92	75	103	117
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7513</b>	<b>9321</b>	<b>10211</b>	<b>11850</b>	<b>13489</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(11)	6	(5)	10	13
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	110	(426)	459	(685)	(456)
每股收益	0.18	0.23	0.24	0.32	0.40	其它	231	191	(73)	(29)	(26)
每股红利	0.04	0.05	0.05	0.06	0.08	<b>经营活动现金流</b>	<b>961</b>	<b>542</b>	<b>1282</b>	<b>450</b>	<b>987</b>
每股净资产	1.70	1.96	2.15	2.42	2.76	资本开支	(236)	(556)	(800)	(400)	(300)
ROIC	11%	15%	12%	15%	17%	其它投资现金流	(681)	21	119	(14)	(10)
ROE	11%	13%	12%	14%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(917)</b>	<b>(536)</b>	<b>(681)</b>	<b>(414)</b>	<b>(310)</b>
毛利率	22%	21%	18%	19%	20%	权益性融资	125	(60)	0	0	0
EBIT Margin	9%	10%	9%	10%	11%	负债净变化	(104)	311	203	160	80
EBITDA Margin	10%	11%	9%	10%	11%	支付股利、利息	(120)	(120)	(155)	(162)	(211)
收入增长	12%	29%	12%	22%	16%	其它融资现金流	11	(6)	5	(10)	(13)
净利润增长率	34%	33%	4%	30%	28%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(88)</b>	<b>126</b>	<b>53</b>	<b>(11)</b>	<b>(143)</b>
资产负债率	25%	30%	30%	32%	32%	<b>现金净变动</b>	<b>(43)</b>	<b>132</b>	<b>654</b>	<b>25</b>	<b>534</b>
股息率	0.8%	1.0%	1.1%	1.4%	1.7%	货币资金的期初余额	975	878	1042	1696	1721
P/E	26.35	19.78	19.03	14.60	11.44	货币资金的期末余额	878	1042	1696	1721	2255
P/B	2.72	2.36	2.15	1.91	1.67	企业自由现金流	494	(78)	468	29	665
EV/EBITDA	24.39	17.80	19.49	14.99	12.04	权益自由现金流	400	228	675	180	734

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032