

业绩超预期，光储双线推进

2023 年 07 月 21 日

➤ **事件：公司业绩超预期，增幅亮眼。**2023 年 7 月 20 日，公司发布 2023 年半年度报告，2023 年上半年公司实现营收 21.77 亿元，同比+416.58%；实现归母净利润 1.35 亿元，同比+488.54%；实现扣非归母净利润 1.29 亿元，同比+594.43%。分季度看，23 年 Q1 和 Q2 公司分别实现营收 6.20/15.57 亿元，同比+184.39%/+665.56%；实现归母净利 0.36/0.99 亿元，同比+126.59%/+1340.43%。总体来看，得益于上半年销售规模的增长，公司业绩超预期。

➤ **点评：光储双线推进，盈利能力维稳。**2023 年上半年公司主要收入来自于光伏逆变器，实现收入 13.02 亿元，同比+275.55%，占比为 59.83%；储能双向变流器及系统集成产品实现收入 8.18 亿元，同比+2048.15%，占比为 37.55%。盈利能力方面，公司 23 年 H1 净利率为 6.21%，与 22 年同期相比增长 0.76Pcts；费用率方面，23 年 H1 公司期间费用率为 9.14%，与去年同期相比上升 5.24Pcts，其中研发费用率和销售费用率分别为 4.03%/4.79%，与 22 年同期相比增加 2.15/3.47Pcts，总体来看费用率仍维持低位。

➤ **核心看点：紧抓光伏逆变器基线，储能快马加鞭。**公司成立于 2012 年，专注于电力电子产品研发、制造与销售，主营业务涵盖光伏逆变器、储能系统、电能质量治理、电站开发等。**光伏逆变器业务：**公司坚持集中式地面电站的核心业务地位，今年有望受益于国内大型地面电站的起量，同时策略性切入分布式光伏赛道，创造新业绩增长点，多赛道发力成效显著。2023 年上半年公司共中标 41 个项目（标段），中标数量排名第三，多为央企国企集中式逆变器集采项目，确定中标容量共 3.31GW，未明确容量潜力可观。**储能业务：**储能双向变流器及储能系统集成产品营收占比快速从 13% 上升至 40% 左右，成为公司业绩超预期增长的重要支撑。公司大型储能业务的产品竞争力较强，22 年位居中国储能 PCS 提供商国内市场储能 PCS 出货量第一位，公司旨在稳固其龙头地位，同时积极推进户用和工商业储能系统的产品开发及市场导入工作，实现储能业务全场景覆盖。**其他业务：**公司在电能质量治理、电站监控设备及智慧能源管理系统方面，分别有适应不同场景的产品、设备、平台以供选择。

➤ **投资建议：**预计公司 2023-2025 年营业收入为 55/88/131 亿元，归母净利为 4.11/6.61/9.33 亿元，对应现价 PE 为 32X/20X/14X。公司为逆变器领先企业，产能与市场同步扩张，未来有望深度受益于可再生能源的高速发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**上游原材料波动的风险，下游需求不及预期的风险，公司产能建设不及预期的风险等。

推荐

首次评级

当前价格：

37.31 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 郭彦辰

执业证书：S0100522070002

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2339	5520	8784	13133
增长率 (%)	114.1	136.0	59.1	49.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	82	411	661	933
增长率 (%)	38.5	403.7	61.0	41.1
每股收益 (元)	0.23	1.15	1.86	2.62
PE	163	32	20	14
PB	12.9	9.4	6.8	4.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 7 月 21 日收盘价）

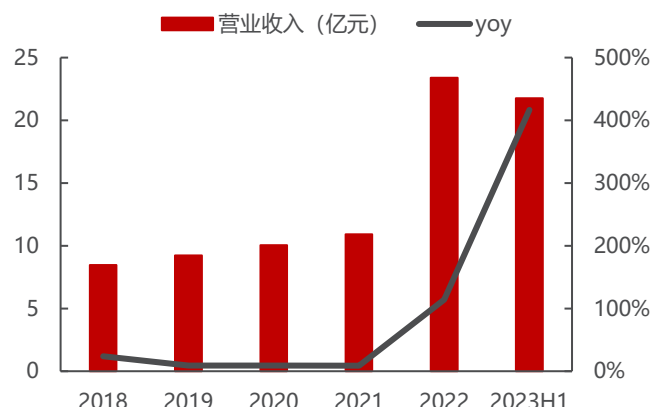
目录

1 事件：公司业绩超预期，增幅亮眼	3
2 点评：光储双线推进，盈利能力维稳	4
3 核心看点：紧抓光伏逆变器基线，储能快马加鞭	6
4 盈利预测与投资建议	10
4.1 盈利预测假设与业务拆分	10
4.2 估值分析	11
4.3 投资建议	11
5 风险提示	12
插图目录	14
表格目录	14

1 事件：公司业绩超预期，增幅亮眼

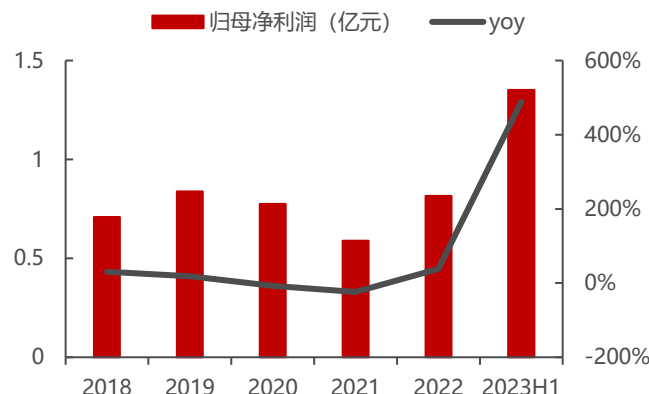
2023 年 7 月 20 日，公司发布 2023 年半年度报告，2023 年上半年公司实现营收 21.77 亿元，同比+416.58%；实现归母净利润 1.35 亿元，同比+488.54%；实现扣非归母净利润 1.29 亿元，同比+594.43%。分季度看，23 年 Q1 和 Q2 公司分别实现营收 6.20/15.57 亿元，同比+184.39%/+665.56%；实现归母净利润 0.37/0.99 亿元，同比+126.59%/+1340.43%。总体来看，公司业绩在数年稳步发展后，已进入高速增长阶段，增幅亮眼，23 年上半年营收几乎达到 22 年全年水平，今年或可实现历史新高。业绩强势高增主要系报告期内产业链价格走低，国内需求释放，公司稳步推进光伏逆变系列产品和技术，在储能领域快速延伸并取得规模化突破，同时加速海外市场拓展所致。

图1：2018-2023H1 公司营收（亿元）及增速



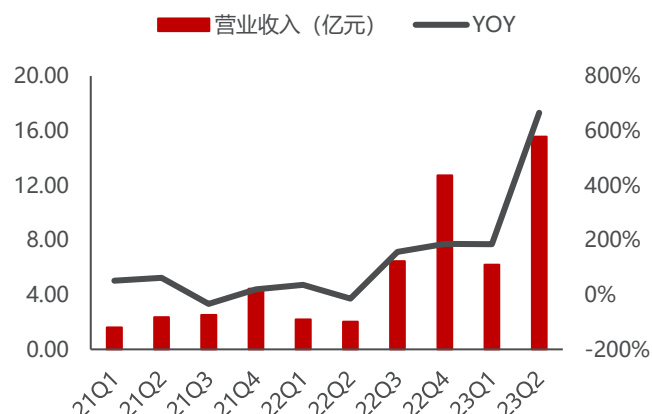
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2018-2023H1 公司归母净利润（亿元）及增速



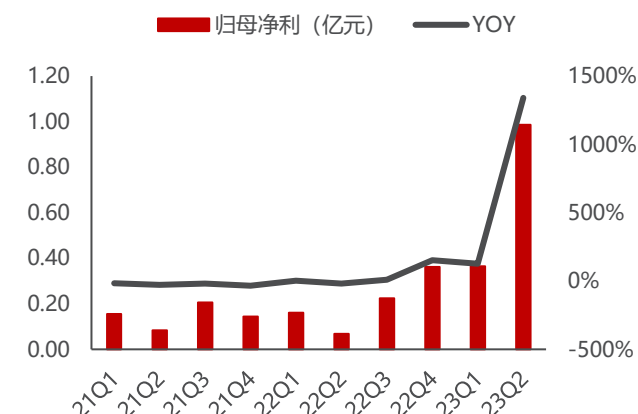
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：21Q1-23Q2 公司营收（亿元）及增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：21Q1-23Q2 公司归母净利润（亿元）及增速



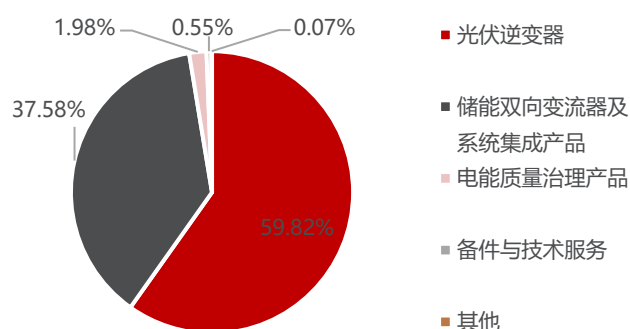
资料来源：ifind，民生证券研究院

2 点评：光储双线推进，盈利能力维稳

按照产品分类，2023 年上半年公司主要收入来自于光伏逆变器，实现收入 13.02 亿元，同比+275.55%，占比为 59.83%；储能双向变流器及系统集成产品实现收入 8.18 亿元，同比+2048.15%，占比为 37.55%；电能质量治理产品、备件与技术服务分别实现收入 0.43/0.12 亿元，同比+64.00%/+22.63%，占比为 1.99%/0.55%。

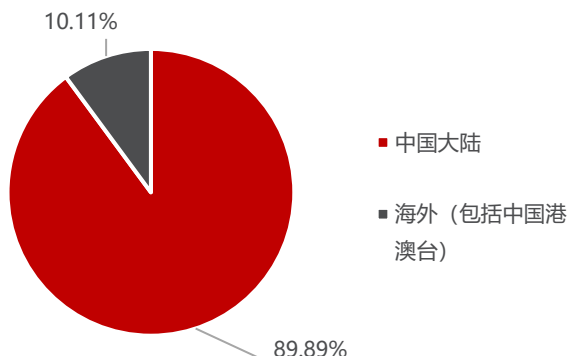
按照区域分类，2023 年上半年中国大陆业务实现收入 19.57 亿元，同比+607.83%；境外业务实现收入 2.20 亿元，同比+51.95%。

图5：公司 23H1 营收占比（按产品）



资料来源：ifinD，民生证券研究院

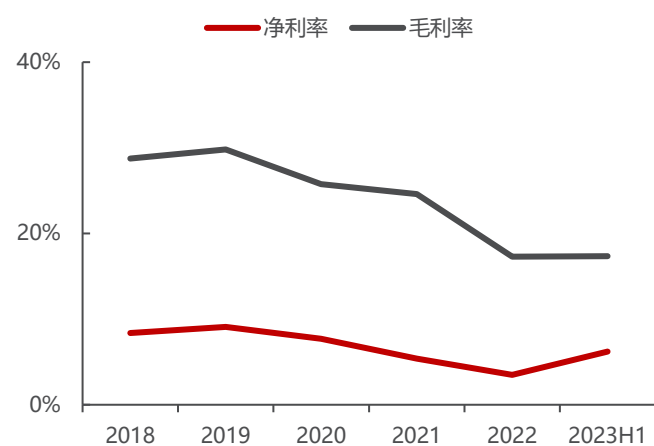
图6：公司 23H1 营收占比（按区域）



资料来源：ifinD，民生证券研究院

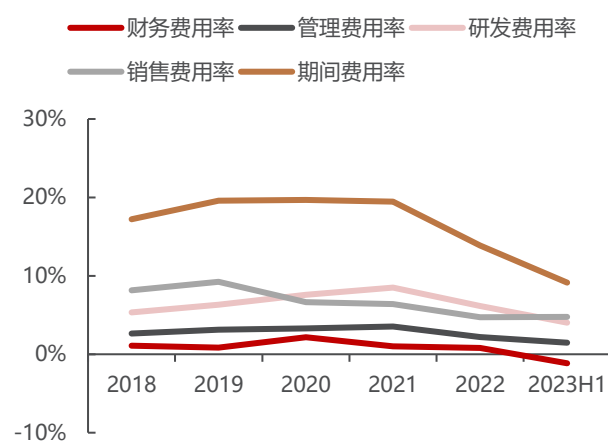
净利率略有回升，费用率维持低位。公司 23 年上半年毛利率为 17.36%，与去年同期相比下降 5.82Pcts，主要产品光伏逆变器、储能双向变流器及系统集成产品毛利率均有下降，分别下降 0.97%、16.91%。但净利率不降反升，23 年 H1 为 6.21%，与 22 年同期相比增长 0.76Pcts，主要系销售规模扩大，规模效应显著，以及公司降本增效措施行之有效。23 年 H1 公司期间费用率为 9.14%，与去年同期相比上升 5.24Pcts，主要由于研发及销售投入随销售规模扩大而加大，研发费用率和销售费用率分别为 4.03%/4.79%，与 22 年同期相比增加 2.15/3.47Pcts，总体来看费用率仍维持低位。

图7：公司 2018-2023H1 年毛利率与净利率



资料来源：ifinD，民生证券研究院

图8：公司 2018-2023H1 年期间费用率

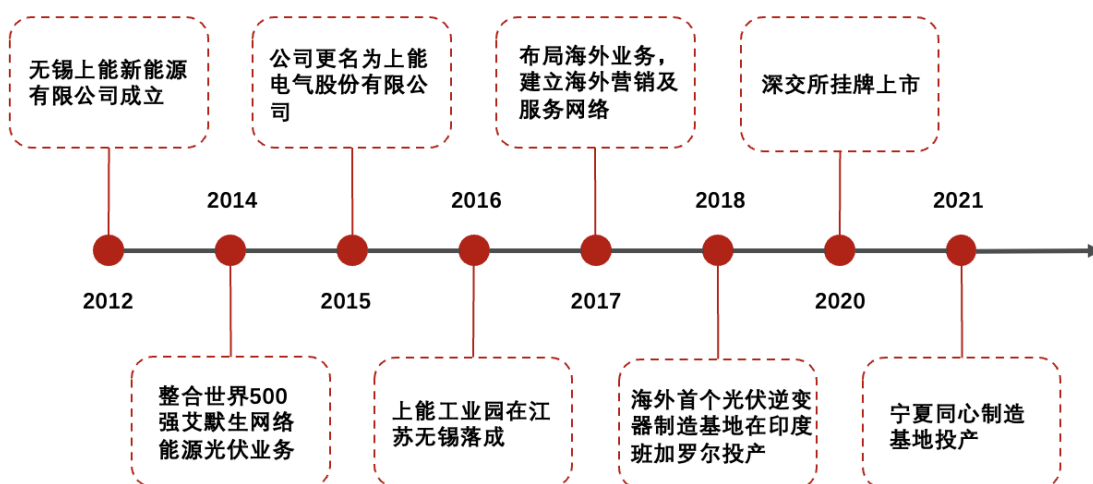


资料来源：ifinD，民生证券研究院

3 核心看点：紧抓光伏逆变器基线，储能快马加鞭

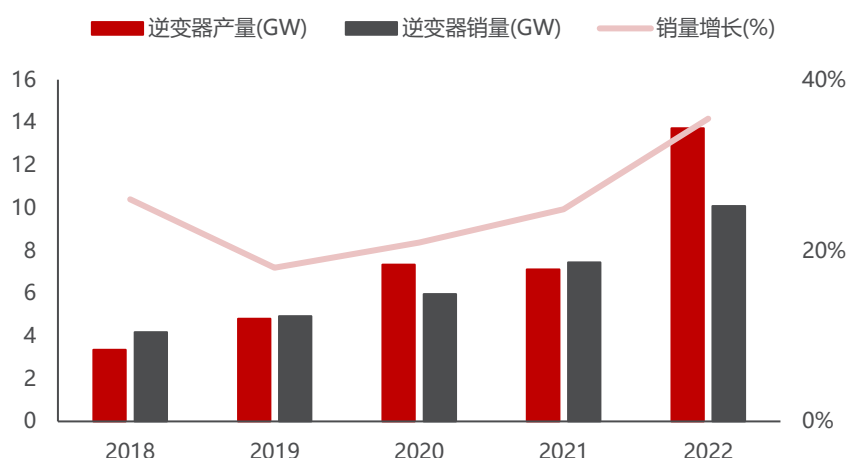
逆变器领域底蕴深厚，坚持产学研体系建设。公司成立于 2012 年，前身为世界 500 强公司艾默生光伏逆变器业务的中国代理商，2020 年于深交所挂牌上市。公司专注于电力电子产品研发、制造与销售，主营业务涵盖光伏逆变器、储能系统、电能质量治理、电站开发等多个领域，提供全场景的光伏发电与储能系统解决方案，产品矩阵完善，可适应多场景多行业应用。截至目前，公司在全球设有深圳、无锡、苏州、成都四大研发中心，建有江苏无锡、宁夏吴忠、印度班加罗尔三大生产基地，先后荣获国家首批绿色工厂、国家专精特新“小巨人”企业、CNAS 国家级实验室、企业院士工作站、博士后科研工作站、国家单项冠军制造产品等多项荣誉。

图9：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

光伏逆变器业务：多赛道发力，扩大市场份额。国内地面光伏电站业务是公司核心业务模块之一，公司在集中式地面电站的招投标中稳居前三，2022 年公司国内地面电站光伏逆变器实现销售收入 8.3 亿元，较上年同期增长 31.78%，2023 年有望受益国内地面电站大规模并网周期，实现高增；与此同时，公司于 2022 年战略切入分布式赛道，发布“上能悦家”系列新品，并完成 3~125kW 的全功率段户用及工商业光伏逆变器的产品开发及认证工作，将为公司业绩创造新的增长点。综合来看，2022 年公司逆变器产品共实现营收 12.24 亿元，销量 10.09GW；2023 年上半年，公司逆变器产品营收 13.03 亿元，仅中国大陆市场公司销量已达 10.07GW，多赛道发力增速惊人。

图10：公司 2018-2022 年逆变器产销情况


资料来源：IFinD，民生证券研究院

上半年中标量排名第三，品牌与客户优势显著。2023 年上半年，光伏逆变器招投标项目情况火热，其中公司表现出色，共中标 41 个项目（标段），中标数量排名第三，已明确中标容量共 3.31GW，其中集中式逆变器 1.4GW，占比 47%，300kW 及以上逆变器 1.2GW，占比 40%，150-300kW 逆变器中标容量 0.39GW，占比 13%，另有部分 150kW 以下小功率组串式逆变器项目。客户结构方面，公司已经与以中核集团、华电集团、国电投集团、国家能源集团、华能集团、中国节能集团等国内发电集团为代表的高端发电市场建立起了稳固的合作关系，同时深耕省属大型国有企业、大型民营能源投资集团。由于公司客户结构以央国企为主，同时侧重于集中式逆变器项目，随着光伏产业链上游价格的触底，地面光伏项目经济效益回升，同时 2023 年国家风光大基地项目将进入大规模并网周期，公司有望受益于国内大型地面电站的起量。

表1：2023 年上半年公司逆变器中标情况

中标企业	企业性质	项目数 (标段)	容量(MW)
华能	央企	1	1200
电建	央企	13	942
国家电投	央企	5	650
三峡	央企	3	74.31
中核	央企	9	22.69
华润	央企	1	-
中石化	央企	1	-
中石油	央企	6	-
广州发展	地方企业	1	420

资料来源：光伏头条，民生证券研究院

公司光伏逆变器产品矩阵丰富。公司技术路线包含集中式、组串式、集散式逆变解决方案，应用场景覆盖大型地面、复杂山地、水上漂浮、工商业屋顶以及户用分布式电站，单机功率范围从 8kW 到 3.4MW，能够满足各种功率段和应用场景

需求。

图11：公司水上光伏应用案例



资料来源：公司官网，民生证券研究院

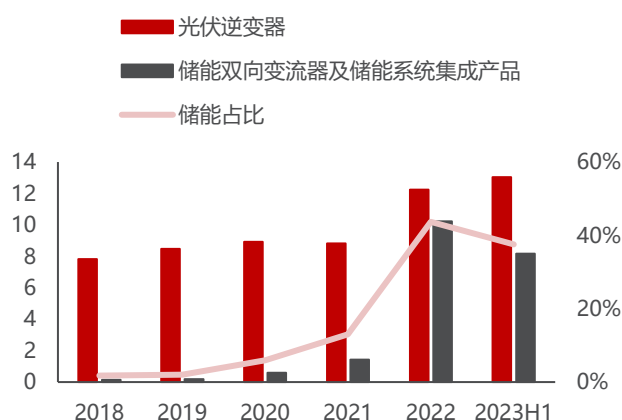
图12：公司小型工商业应用案例



资料来源：公司官网，民生证券研究院

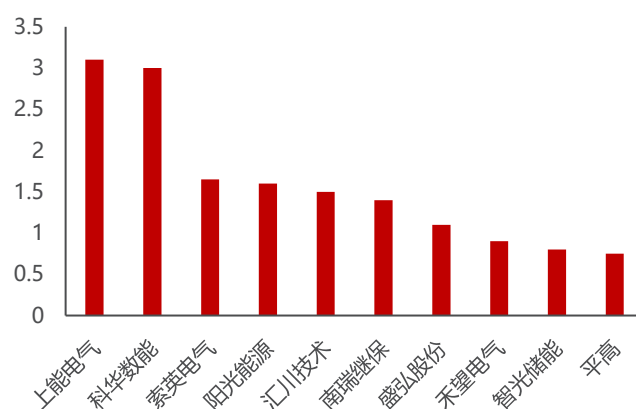
储能业务：增长迅猛，巩固国内 PCS 龙头地位。公司自 2022 年发力储能业务以来，增长迅猛，储能双向变流器及储能系统集成产品营收占比快速从 13% 上升至 40% 左右，呈现与光伏逆变器平分秋色之意，成为公司业绩超预期增长的重要支撑。公司相关产品已大规模应用在“光伏+储能”、“风电+储能”、火电联合储能调频、用户侧储能、独立储能电站等领域，如张家口“奥运风光城”多能互补集成化示范工程、内蒙磴口光伏治沙储能项目等，获得广泛认可，逐步扩大市场版图。公司大型储能业务的产品竞争力较强，据 CNESA 统计，公司位居 2022 年中国储能 PCS 提供商国内市场储能 PCS 出货量第一位，公司旨在稳固其大功率储能 PCS 龙头地位，进一步提升国内市场占有率；同时，公司积极推进户用储能和工商业储能系统的产品开发及市场导入工作，力求实现储能业务全场景覆盖。

图13：2018-2023H1 公司主要产品营收（亿元）



资料来源：IFinD，民生证券研究院

图14：2022 年中国储能 PCS 提供商国内市场储能 PCS 出货量排名（GW）



资料来源：CNESA，民生证券研究院

其他业务：电能质量治理方面，公司提供有源电力滤波器、低压静止无功发生器、智能电能质量矫正装置及不同型号产品以适应全场景使用。电站监控设备及智慧能源管理系统方面，公司针对不同场景提供对应的光伏监控设备，包括数据采集

棒、数据采集器、子阵控制器等，并通过智能运维管理平台进行调控，包括悦享 SOLAR 及 Sienergy 两款平台，分别适用于分布式光伏场景和地面电站场景，作为信息流管理中心，有效提升运维效益与体验。

图15：公司主要电站监控设备



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图16：公司两款智能运维管理系统



资料来源：公司官网，民生证券研究院

海外市场：加速拓展，增量可期。公司坚定贯彻国内、国外并重的发展路线，自 2018 年进入印度市场以来发展顺利，竞争力较强，据 Bridge to India 数据，公司 2022 年在印度市场逆变器并网量排名第二，占比 23.39%，同比提升 5Pcts；同时，公司自上市后不断加速海外市场拓展，在欧洲、中东设立销售公司，逐步建立覆盖全球主要市场的海外销售服务网络。目前，公司已经与 TATA、ACWA 等多家著名世界级企业集团取得战略合作关系，产品出货覆盖超十一个国家，并在海外重点拓展区域已完成多个百兆瓦级的订单签订，如西班牙 240MW 地面光伏项目、希腊 315MW 光伏项目、阿尔巴尼亚 112MW 地面光伏项目、沙特 746MW 地面光伏项目、英国 100MW 大型储能项目等。2023 年公司将在中国、印度市场保持增长的基础上，重点拓展欧洲、中东、北美、东南亚、巴西等市场的光储业务。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

光伏逆变器业务：公司为逆变器领先企业、23 年招标量处于行业领先地位，随着后续海外市场的扩张与产能的建设，光伏逆变器业务增速或将快于行业，预计公司 23-25 年光伏逆变器业务实现收入 32/51/77 亿元，毛利率为 20%/20%/20%。

储能变流器和集成：公司储能业务贯彻国内外并重的发展路线，目前在完成印度、东南亚、中东、欧洲等地面光伏电站市场业务布局的基础上，继续增加其他业务及细分市场的海外拓展，包括以北美市场为主的大型储能电站市场开拓、欧洲的分布式光伏及户储市场等。预计公司 23-25 年该业务收入为 22/35/53 亿元，毛利率为 12%/12%/11%。

其他业务：其他业务包括电能质量治理、备件及技术服务等业务，我们预计该业务未来将维持 20%左右的增速，预计 23-25 年该业务实现收入 1.20/1.44/1.73 亿元，毛利率为 40%/40%/40%。

表2：公司业务拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
光伏逆变器				
营收（百万元）	1,224.24	3,200.00	5,120.00	7,680.00
成本（百万元）	983.81	2,547.20	4,096.00	6,182.40
毛利（百万元）	240.43	652.80	1,024.00	1,497.60
毛利率	20%	20%	20%	20%
储能变流器和集成				
营收（百万元）	1,021.59	2,200.00	3,520.00	5,280.00
成本（百万元）	895.29	1,927.20	3,115.20	4,699.20
毛利（百万元）	126.30	272.80	404.80	580.80
毛利率	12%	12%	12%	11%
其他				
营收（百万元）	92.71	120.00	144.00	172.80
成本（百万元）	55.15	72.09	86.51	103.81
毛利（百万元）	37.56	47.91	57.49	68.99
毛利率	41%	40%	40%	40%
合计				
营收（百万元）	2,338.54	5,520.00	8,784.00	13,132.80
成本（百万元）	1,934.25	4,546.49	7,297.71	10,985.41
毛利（百万元）	404.29	973.51	1,486.29	2,147.39
毛利率	17%	18%	17%	16%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

公司业务包括光伏逆变器、储能变流器、储能集成和电能质量设备等，故我们选择国内逆变器领军企业阳光电源，同样具有电能质量设备、储能 PCS 业务的盛弘股份以及具有储能系统业务的科陆电子作为可比公司。根据 7 月 21 日收盘价计算，可比公司 23 年平均 PE 为 33X，上能电气估值目前处于产能扩张阶段，且有望受益于国内集中式电站的起量，估值仍有提升空间。

表3：可比公司 PE 数据对比

代码	公司	现价(元)	EPS			PE		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
300274.SZ	阳光电源	108.47	2.42	5.02	6.63	45	22	16
300693.SZ	盛弘股份	37.06	1.09	1.11	1.55	34	33	24
002121.SZ	科陆电子	6.47	-0.07	0.15	0.31	-	43	21
平均值						39	33	20
300827.SZ	上能电气	37.31	0.23	1.15	1.86	163	32	20

资料来源：wind，民生证券研究院；注：带*公司采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 7 月 21 日

4.3 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 55/88/131 亿元，归母净利润为 4.11/6.61/9.33 亿元，对应现价 PE 为 32X/20X/14X。公司为逆变器领先企业，产能与市场同步扩张，未来有望深度受益于可再生能源的高速发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 上游原材料波动的风险。直接材料在公司成本中占比较高，若原材料价格大幅上涨，可能对公司盈利能力产生影响。

2) 下游需求不及预期的风险。公司光伏业务占比较高，受益于下游的技术迭代与需求高涨，若未来光伏技术迭代不及预期或产能扩张不及预计，可能对公司的光伏业务收入造成影响。

3) 公司产能建设不及预期的风险。公司在光伏、储能领域中均有扩产项目，若募投项目建设速度不及预期，可能对公司业绩造成影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2339	5520	8784	13133
营业成本	1934	4546	7298	10985
营业税金及附加	5	6	9	13
销售费用	110	235	376	558
管理费用	51	83	127	184
研发费用	144	190	307	460
EBIT	93	435	684	959
财务费用	19	2	-5	-13
资产减值损失	1	-5	0	0
投资收益	2	0	0	0
营业利润	77	428	689	972
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	77	428	689	972
所得税	-5	17	28	39
净利润	82	411	661	933
归属于母公司净利润	82	411	661	933
EBITDA	129	473	727	1006

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1483	2143	2847	3943
应收账款及票据	983	2141	3465	5181
预付款项	17	45	73	110
存货	1337	2486	3999	6019
其他流动资产	323	589	839	1171
流动资产合计	4143	7406	11223	16425
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	255	309	325	342
无形资产	19	19	19	18
非流动资产合计	472	549	584	621
资产合计	4615	7955	11808	17046
短期借款	296	296	296	296
应付账款及票据	2368	5356	8597	12942
其他流动负债	404	298	368	521
流动负债合计	3067	5950	9261	13758
长期借款	116	180	180	180
其他长期负债	404	410	410	410
非流动负债合计	520	590	590	590
负债合计	3587	6540	9851	14349
股本	238	356	356	356
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1028	1415	1957	2697
负债和股东权益合计	4615	7955	11808	17046

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	114.08	136.04	59.13	49.51
EBIT 增长率	35.85	366.32	57.35	40.12
净利润增长率	38.46	403.74	60.98	41.08
盈利能力 (%)				
毛利率	17.29	17.64	16.92	16.35
净利率	3.49	7.44	7.53	7.11
总资产收益率 ROA	1.77	5.16	5.60	5.47
净资产收益率 ROE	7.93	29.04	33.80	34.60
偿债能力				
流动比率	1.35	1.24	1.21	1.19
速动比率	0.88	0.79	0.75	0.72
现金比率	0.48	0.36	0.31	0.29
资产负债率 (%)	77.72	82.21	83.43	84.18
经营效率				
应收账款周转天数	129.75	120.00	120.00	120.00
存货周转天数	252.25	200.00	200.00	200.00
总资产周转率	0.64	0.88	0.89	0.91
每股指标 (元)				
每股收益	0.23	1.15	1.86	2.62
每股净资产	2.89	3.97	5.50	7.58
每股经营现金流	0.42	1.99	2.72	3.91
每股股利	0.10	0.34	0.54	0.76
估值分析				
PE	163	32	20	14
PB	12.9	9.4	6.8	4.9
EV/EBITDA	97.30	26.54	17.27	12.49
股息收益率 (%)	0.26	0.90	1.45	2.05

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	82	411	661	933
折旧和摊销	36	38	43	47
营运资金变动	-2	205	242	392
经营活动现金流	151	708	967	1392
资本开支	-107	-106	-73	-77
投资	-2	0	0	0
投资活动现金流	-198	-103	-73	-77
股权募资	0	0	0	0
债务募资	672	98	-44	0
筹资活动现金流	640	55	-190	-219
现金净流量	594	661	704	1096

插图目录

图 1: 2018-2023H1 公司营收 (亿元) 及增速.....	3
图 2: 2018-2023H1 公司归母净利 (亿元) 及增速.....	3
图 3: 21Q1-23Q2 公司营收 (亿元) 及增速.....	3
图 4: 21Q1-23Q2 公司归母净利 (亿元) 及增速	3
图 5: 公司 23H1 营收占比 (按产品)	4
图 6: 公司 23H1 营收占比 (按区域)	4
图 7: 公司 2018-2023H1 年毛利率与净利率	5
图 8: 公司 2018-2023H1 年期间费用率	5
图 9: 公司发展历程.....	6
图 10: 公司 2018-2022 年逆变器产销情况	7
图 11: 公司水上光伏应用案例.....	8
图 12: 公司小型工商业应用案例.....	8
图 13: 2018-2023H1 公司主要产品营收 (亿元)	8
图 14: 2022 年中国储能 PCS 提供商国内市场储能 PCS 出货量排名 (GW)	8
图 15: 公司主要电站监控设备.....	9
图 16: 公司两款智能运维管理系统	9

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 2023 年上半年公司逆变器中标情况.....	7
表 2: 公司业务拆分	10
表 3: 可比公司 PE 数据对比.....	11
公司财务报表数据预测汇总.....	13

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。	公司评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026