

许昌智能 (831396.BJ)

新股覆盖研究

投资要点

◆ 本周三（1月17日）有一只北交所新股“许昌智能”申购，发行价格为4.60元/股，若全额行使超额配售选择权则发行后市盈率为30.56倍（以扣除非经常性损益前后孰低的归属于母公司股东的净利润计算）。

◆ **许昌智能 (831396.BJ)**：公司主营业务为智能配用电产品、新能源产品和系统的研发、设计、组装、销售和服务，以及电力工程总承包业务。公司2020-2022年分别实现营业收入3.25亿元/4.16亿元/4.82亿元，YOY依次为27.42%/27.91%/15.86%，三年营业收入的年复合增速23.60%；实现归母净利润0.29亿元/0.36亿元/0.42亿元，YOY依次为40.41%/23.31%/15.24%，三年归母净利润的年复合增速25.89%。最新报告期，2023Q1-3公司实现营业收入3.65亿元，同比增加62.32%，归母净利润0.25亿元，同比增加148.46%。

- ① **投资亮点**：1、公司**董事长及多名技术人员曾任职于许继电气，具有较好的技术实力；产品获得下游知名客户认可，并已应用于数个业内大型标杆项目中。**1) 公司实控人、董事长张洪涛曾历任许继电气微机车间调试员、设计员、工艺员、许继自动化公司技术主管、许继电气制造部经理；同时，公司多名技术人员曾参与许继电气第一代全面推广的变电站综合自动化系统XWJK-3100及目前主导产品CBZ-8000变电站综合自动化系统的开发及工程技术工作，技术团队于电力设备龙头企业的任职经验或带领公司在技术上保持相对领先。2) 公司产品及服务获得业内一定认可，目前公司已与国家电网、国电投、中国铁建、中国中铁等国有输配电设备厂商及隆基绿能、青岛特锐德等知名企业建立了稳定的业务合作关系；此外，公司产品在北京冬奥会、北京大兴国际机场、中建七局光储充示范项目、张北风光输储示范工程、北京地铁、石家庄地铁、国网智能电网研究院等多个重点项目中获得应用。**2、新能源市场开拓成效较为显著，在手订单充足。**公司于2021年开始自主研发、设计并生产了光储充一体化系统等新能源领域产品，光伏相关收入于2022年取得大幅增长(从2021年的191.58万元增长至4784.21万元)，截至2023年6月末公司已在许昌市、开封市等多地持续开展户用光伏项目、在惠州市等地承接了低碳园区项目，并承接了国电投分布式逆变器、户用储能等设备供应项目，业务开拓已取得一定成效。在此基础上，公司2023年新能源市场开拓更进一步，2023年1-9月新能源逆变器和储能设备等产品中标/签订合同金额达36,595.87万元、户用光伏、低碳园区等电力工程总承包项目中标/签订合同金额达到10,491.16万元，或有望支撑新能源业务成为公司业绩的新增长点。
- ② **同行业上市公司对比**：公司专注于智能配用电产品、新能源产品和系统以及电力工程总承包领域；依照公司发行公告中所引用的中证指数发布数据，公司所属的“电气机械和器材制造业(C38)”最近一个月静态平均市盈率为16.97倍。选取同行业的北交所上市公司科润智控、亿能电力作为许昌智能的可比公司，从上述可比公司来看，2023年Q1-3行业平均收入规模为4.45亿元，可比PE-TTM(算术平均)为29.09X，销售毛利率为19.41%；相较而言，公司的营收规模低于行业平均水平，但销售毛利率高于行业平均水平。

◆ **风险提示**：已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内

交易数据

总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
总股本(百万股)	128.20
流通股本(百万股)	
12个月价格区间	/

分析师

李蕙
 SAC执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

相关报告

- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告(北自科技)-2024年第5期-总第432期 2024.1.12
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告(美信科技)-2024年第4期-总第431期 2024.1.12
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告(盛景微)-2024年第2期-总第429期 2024.1.7
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告(康农种业)-2024年第3期-总第430期 2024.1.7
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告(贝隆精密)-2024年第1期-总第428期 2024.1.4



容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	325.1	415.8	481.8
同比增长(%)	27.42	27.91	15.86
营业利润(百万元)	32.7	43.4	44.5
同比增长(%)	36.88	32.95	2.53
净利润(百万元)	29.5	36.3	41.9
同比增长(%)	40.41	23.31	15.24
每股收益(元)	0.29	0.36	0.34

数据来源：聚源、华金证券研究所

~

内容目录

一、许昌智能.....	4
（一）基本财务状况.....	4
（二）行业情况.....	5
（三）公司亮点.....	9
（四）募投资项目投入.....	9
（五）同行业上市公司指标对比.....	10
（六）风险提示.....	11

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化.....	4
图 2：公司归母净利润及增速变化.....	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化.....	5
图 4：公司 ROE 变化.....	5
图 5：电力系统示意图.....	5
图 6：2014-2022 中国全社会用电量（单位：亿千瓦时）.....	6
图 7：2003-2022 年我国发电总装机量及增长情况（单位：亿千瓦）.....	6
图 8：2012-2022 年全国电网投资额及增速（单位：亿元）.....	6
图 9：2016-2022 年中国光伏发电累计装机容量.....	8
图 10：2015-2022 年中国光伏发电并网装机容量结构.....	8
图 11：2014-2021 年全球电化学储能装机及同比增速（GW）.....	9
图 12：2014-2022 年我国电化学储能装机及同比增速（GW）.....	9
表 1：电力系统设备分类.....	5
表 2：传统配电网和智能配电网的区别.....	7
表 3：公司 IPO 募投资项目概况.....	10
表 4：同行业上市公司指标对比.....	11

一、许昌智能

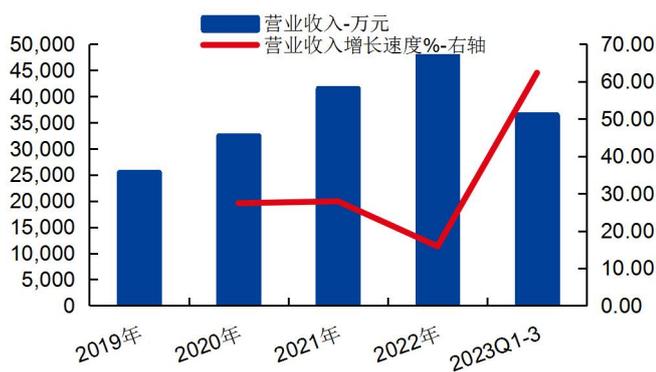
公司主营业务为智能配用电产品、新能源产品和系统的研发、设计、组装、销售和服务，以及电力工程总承包业务，具体产品及服务包括高低压成套开关设备及智能开关元件、配网自动化设备、智能变配电系统及智能元件、轨道交通电力设备、电力工程总承包业务、新能源解决方案、加工服务及其他等。在此基础上，公司具备提供智能配用电产品和系统、城市轨道交通供用电、“一站式”电力总承包、光储充一体化系统等整体解决方案的能力。公司产品广泛应用于市政工程、轨道交通、能源电力、数据通信、工矿企业、房地产、低碳园区等领域，曾应用于国网智能电网研究院、北京地铁、石家庄地铁、郑州东站、北京大兴国际机场、张北风光输储示范工程、北京冬奥会、中建七局光储充示范项目等重点项目中。

（一）基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 3.25 亿元/4.16 亿元/4.82 亿元，YOY 依次为 27.42%/27.91%/15.86%，三年营业收入的年复合增速 23.60%；实现归母净利润 0.29 亿元/0.36 亿元/0.42 亿元，YOY 依次为 40.41%/23.31%/15.24%，三年归母净利润的年复合增速 25.89%。最新报告期，2023Q1-3 公司实现营业收入 3.65 亿元，同比增加 62.32%，归母净利润 0.25 亿元，同比增加 148.46%。

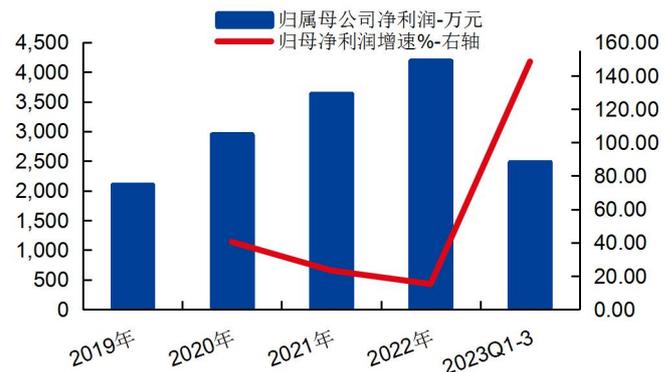
2022 年，公司主营业务收入按产品类型可分为六大板块，分别为高低压成套开关设备及智能开关元件（1.46 亿元，30.38%）、轨道交通电力设备（0.28 亿元，5.78%）、配网自动化系统（0.31 亿元，6.47%）、智能变配电系统及智能元件（0.78 亿元，16.28%）、电力工程总承包项目（1.76 亿元，36.60%）、加工服务及其他（0.22 亿元，4.48%）。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



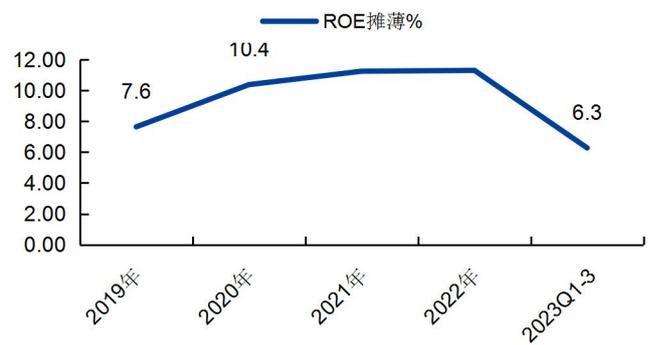
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

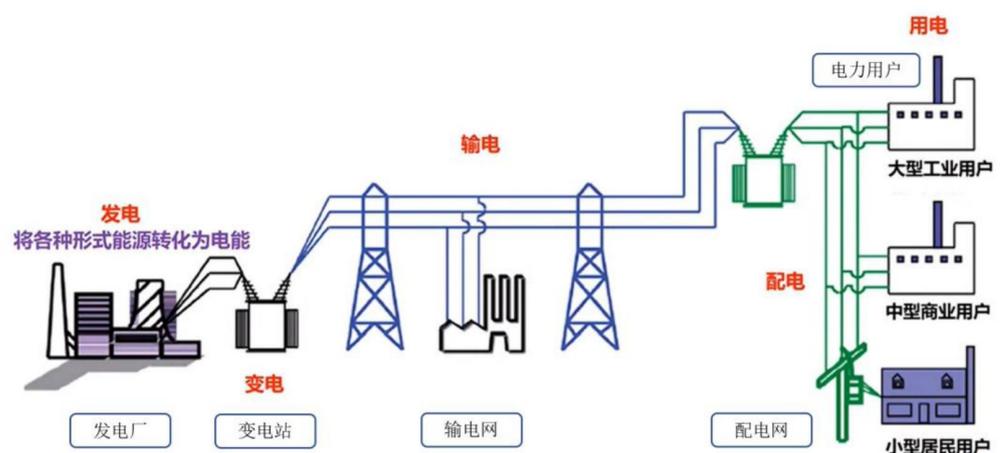
（二）行业情况

公司主要从事智能配用电产品、新能源产品和系统的设计、研发、生产与销售，属于输配电及控制设备制造业。

1、输配电及控制设备制造业

电力系统可分为发电、变电、输电、配电、用电五个环节。从设备的功能和作用来划分，电力系统可分为一次系统、二次系统，其中一次系统为能够完成发电、输电和配电等任务的发电机、变压器、输电线路、开关等设备，也称为“一次设备”；二次系统为各种继电保护装置、自动控制装置、自动化终端设备、变电站自动化系统、配电自动化系统以及通信系统等，主要实现对一次设备的故障保护、控制和监测等。

图 5：电力系统示意图



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

表 1：电力系统设备分类

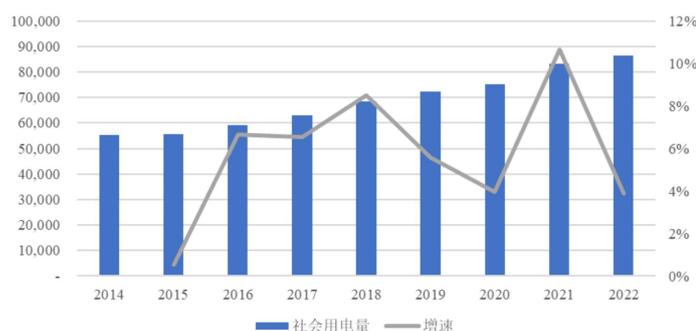
类别	功能	代表产品
一次设备	生产和转换电能 接通和断开电路	变压器、电压互感器、电流互感器 负荷开关、断路器、熔断器等

二次设备	载流导体 保护电器 改善电能质量的设备 对一次设备进行监测、控制、调节、保护以及为运行、维护人员提供运行工况或生产指挥信号所需的低压电气设备	电缆及电缆附件等 电抗器、绝缘子、避雷器等 提高功率因数的电容器等 电流电压表、继电器、按钮、指示灯，保护系统，监控系统，计量系统，通讯系统等
------	---	--

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

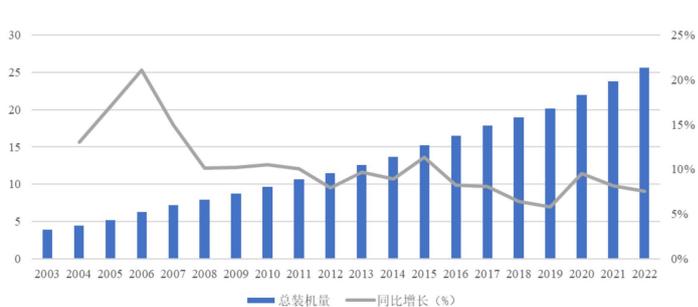
需求方面，2003-2010年间，我国电网需求量持续快速上升，据国家能源局数据显示，2003-2010年我国全社会用电量年复合增速达到12%；2014年后我国全社会用电量呈现稳健增长，其中2021年全社会用电量83,128亿千瓦时，同比增长10.7%，2022年全社会用电量达到新高，为86,372亿千瓦时。与此同时，为满足电力需求的快速增长，我国电力装机容量迅速扩张；2003-2008年，我国电力装机总量由3.91亿千瓦上升至7.93亿千瓦，呈高速扩张趋势，2009年以来电力装机总量稳健增长，而2020年增速大幅回升，主要系风电、光伏等新能源新增装机创历史新高。截至2022年末，我国电力装机总量已达25.6亿千瓦，同比增长7.6%。

图 6：2014-2022 中国全社会用电量（单位：亿千瓦时）



资料来源：国家能源局，华金证券研究所

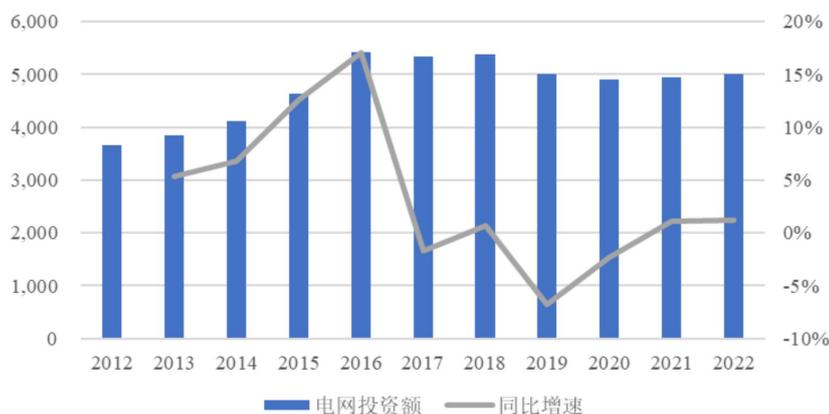
图 7：2003-2022 年我国发电总装机量及增长情况（单位：亿千瓦）



资料来源：国家能源局，华金证券研究所

2012-2022年，我国电网投资总体呈波动态势。2013-2016年间投资额增速较快，至2016年我国电网投资额达到峰值5,431亿元，之后年份略有下降，走势相对平稳。2022年我国电网基本建设投资完成5,012亿元，较2021年增长1.23%。

图 8：2012-2022 年全国电网投资额及增速（单位：亿元）



资料来源：国家能源局，华金证券研究所

(1) 变配电及智能配网行业

在电力系统中，变电涉及到对电源进行电压等级变换并对电能进行重新分配，变压环节所涉及的设备主要有各类型变压器、高低压开关柜、高低压成套设备、高低压负荷开关、高低压断路器等；而配电网是在供电区之内将电能分配至用户的网络，直接为电力用户服务，根据电压等级来划分，配电网可分为高压配电网（35kV-110kV）、中压配电网（6kV-10kV）和低压配电网（220/380V）。配电网由架空线路、电缆、杆塔、配电变压器、隔离开关、开关柜、环网柜、故障指示无功补偿器及一些附属设施等组成。

长期以来，我国电力投资存在“重电源、轻电网，重输电、轻配网”的情况，导致配电网的建设水平和自动化水平不足。一方面，我国配用电系统效率及供电可靠性仍存在较大提升空间；另一方面，随着如风力、光伏发电存在显著的波动性的新能源发展，对配电网智能化建设提出了更高要求，因此，配电网建设将是未来国内电网发展建设的重点。

就供给端而言，分布式电源大规模、高比例接入提高了对配电网的硬性要求，因为分布式电源广泛采用逆变器等设备并网，更加复杂的网络结构加大了运行控制难度；另外，受天气的影响，分布式能源发电易出现电力供应缺口，供电保障问题较传统能源更为严重，这就要求配电网提升弹性自适应能力和对分布式能源的就地消纳能力，避免停电事故。就需求端而言，用户终端多元化发展带来对配电网的智能化要求提升；智能楼宇、智慧园区、微电网等新型用能组织将大量涌现并接入配电网，与之形成双向互动并实现“能量流、信息流、价值流”的融合；同时随着新能源汽车、分布式储能的快速发展，终端用电量明显上升，用电场景更丰富，这就要求配电网具备更强大的承载、感知和智能调控能力，能够满足多元化负荷“即插即用”接入需求。

具体而言，传统配电网和智能配电网在电源、网络、负荷、控制技术等层面的主要区别如下：

表 2：传统配电网和智能配电网的区别

项目	传统配电网	智能配电网
电源	主网供电单电源	主网电源+分布式电源
网络	辐射状+单一拓扑	多网架结构+变拓扑
负荷	常规负荷	主动负荷、电动汽车、储能装置、微型电网
控制技术	就地化保护、控制	智能调度、自愈控制等

资料来源：华经产业研究院、华金证券研究所

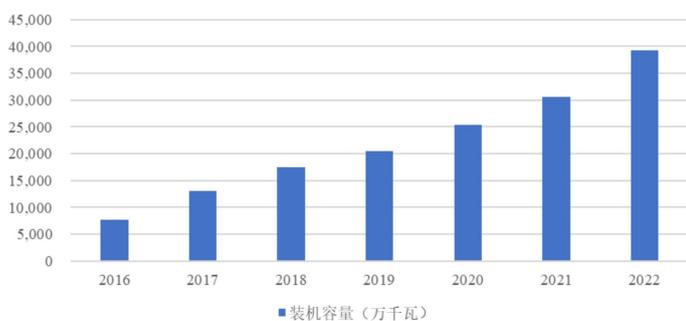
(2) 分布式光伏

光伏发电可分为独立光伏发电和并网光伏发电，其中并网光伏发电包括集中式光伏电站和分布式发电系统。光伏发电的早期应用基本以集中式光伏电站为主，这种模式一般具有电站投资大、建设周期长、占地面积大等特点，早期主要为各大电力集团投资建设，光伏应用普及程度相对较低。而分布式光伏发电主要指在用户场地附近建设光伏发电设施，用户自发自用、多余电量上网，相较集中式光伏电站具有灵活智能、对场地要求低以及匹配用电侧程度高的特点，在盘活工商业用户及居民用户闲置屋顶资源、带来清洁能源的同时，降低用户的用能成本，因此近年来市场份额快速提升。

2021 年 6 月国家发改委发布《关于 2021 年新能源上网电价政策有关事项的通知》，正式宣告我国新能源发电行业进入全面平价上网阶段。近年来在政策推动下，我国分布式光伏发展势

头强劲，截至 2016 年分布式光伏累计装机总量仅 1,086 万千瓦，至 2022 年分布式光伏累计装机规模已达到 1.576 亿千瓦，2016-2022 年复合增长率达到 50% 以上；从结构来看，分布式光伏累计装机总量占光伏装机累计总量的比例从 2016 年的 13.3% 提升至 2022 年的 40.2%，集中式光伏占比逐年下降。

图 9: 2016-2022 年中国光伏发电累计装机容量



资料来源: 国家能源局, 华金证券研究所

图 10: 2015-2022 年中国光伏发电并网装机容量结构



资料来源: 国家能源局, 华金证券研究所

“双碳”目标对分布式光伏发电提出了更高的发展要求。2021 年 6 月国家发改委发布《关于 2021 年新能源上网电价政策有关事项的通知》，随着我国光伏发电全面实现平价上网，拓展分布式光伏的应用场景将是扩大行业规模的关键。据国家电网预测，2030 年国家电网经营区分布式电源装机将达到 2.9 亿千瓦，占总装机的 10% 左右，其中，分布式光伏装机将达到 2.6 亿千瓦。

(3) 电化学储能

储能技术根据储能系统存储能量的形式以及构成机理的不同可以分为抽水蓄能、电化学储能、压缩空气储能、飞轮储能、熔融盐储能、超导磁储能及超级电容储能等。随着新能源装机规模的快速扩张，传统的抽水蓄能由于具有灵活性低、响应时间长等劣势，难以满足调峰调频需求，在此背景下，以电化学储能为主的新型储能近年来装机占比不断提高。

近年来，全球和中国的电化学储能装机规模均呈现高速增长态势。全球电化学储能的累计装机规模从 2014 年的不足 1GW 上升至 2021 年的 20.4GW，年复合增长率为 56.2%；2014 年-2021 年我国的电化学储能装机规模由 0.13GW 增长至 5.12GW，年复合增长率为 69.0%，高于全球平均增速。2022 年我国的电化学储能装机规模为 11.05GW，同比增长 116.8%，增速创下近三年新高。

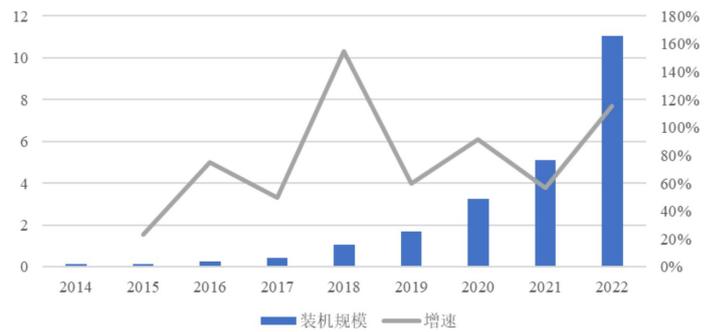
根据 CNESA 预测，在保守情形下，预计我国 2026 年新型储能累计规模将达到 48.5GW，2022-2026 年复合增长率为 53.3%；在政策执行、成本下降、技术改进等因素达预期的理想情形下，预计我国 2026 年新型储能累计规模将达到 79.5GW，2022-2026 年复合增长率为 69.2%。截至目前电化学储能在新型储能项目中累计装机规模占比高达 95% 以上，我国的电化学储能市场将正式跨入规模化发展阶段。

图 11：2014-2021 年全球电化学储能装机及同比增速（GW）



资料来源：中国能源网，前瞻产业研究院，华金证券研究所

图 12：2014-2022 年我国电化学储能装机及同比增速（GW）



资料来源：中国能源网，前瞻产业研究院，华金证券研究所

（三）公司亮点

1、公司董事长及多名技术人员曾任职于许继电气，具有较好的技术实力；产品获得下游知名客户认可，并已应用于数个业内大型标杆项目中。1) 公司实控人、董事长张洪涛曾历任许继电气微机车间调试员、设计员、工艺员、许继自动化公司技术主管、许继电气制造部经理；同时，公司多名技术人员曾参与许继电气第一代全面推广的变电站综合自动化系统 XWJK-3100 及目前主导产品 CBZ-8000 变电站综合自动化系统的开发及工程技术工作，技术团队于电力设备龙头企业的任职经验或带领公司在技术上保持相对领先。2) 公司产品及服务获得业内一定认可，目前公司已与国家电网、国电投、中国铁建、中国中铁等国有输配电设备厂商及隆基绿能、青岛特锐德等知名企业建立了稳定的业务合作关系；此外，公司产品在北京冬奥会、北京大兴国际机场、中建七局光储充示范项目、张北风光输储示范工程、北京地铁、石家庄地铁、国网智能电网研究院等多个重点项目中获得应用。

2、新能源市场开拓成效较为显著，在手订单充足。公司于 2021 年开始自主研发、设计并生产了光储充一体化系统等新能源领域产品，光伏相关收入于 2022 年取得大幅增长（从 2021 年的 191.58 万元增长至 4784.21 万元），截至 2023 年 6 月末公司已在许昌市、开封市等多地持续开展户用光伏项目、在惠州市等地承接了低碳园区项目，并承接了国电投分布式逆变器、户用储能等设备供应项目，业务开拓已取得一定成效。在此基础上，公司 2023 年新能源市场开拓更进一步，2023 年 1-9 月新能源逆变器和储能设备等产品中标/签订合同金额达 36,595.87 万元、户用光伏、低碳园区等电力工程总承包项目中标/签订合同金额达到 10,491.16 万元，有望支撑新能源业务成为公司业绩的新增长点。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目以及补充流动资金。

1、新型电化学储能系统产业化建设项目：本项目主要建设内容主要包括新建自动化装置车间，新建新型电化学储能系统许昌新型电化学储能系统研发中心，引进自动化装置车间

设备、储能系统产品生产线、全功率测试平台、储能变流器测试平台、电池及电池管理系统测试平台、功率分析仪、绝缘耐压测试仪等研发设施；其中，新建自动化装配车间预计产能为分布式储能系统 50 套、集中式储能系统 20 套。本募投项目建设达产后，年均新增收入 26,865 万元，年均新增利润总额 6,595 万元，总投资收益率 55.42%，税前财务内部收益率 46.08%，税前投资回收期 4.03 年（含建设期）。

- 2、**园区综合能源低碳管控系统建设项目**：本项目建设内容为利用原有厂房进行智能化升级改造，主要体现为厂房面积扩大，引入现代电子信息生产流程管理系统，购进全新生产设备。本项目建成后，年均新增收入 15,826 万元，年均新增利润总额 3,516 万元，总投资收益率 48.16%，税前财务内部收益率 41.77%，税前投资回收期 4.24 年（含建设期）。
- 3、**智能光伏发电及运维系统建设项目**：本项目主要建设内容包括：对公司科研楼一层、二层、三层、九层进行改造。一层建设新能源展厅，二层三层九层建设生产车间，主要包含老化房、电源房、生产装配车间、仓储车间、电力电子产品研发中心、电力电子实验室等。生产车间内配备设备生产能效管理系统、智慧运维系统、全自动安规测试系统。

表 3：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	新型电化学储能系统产业化建设项目	11,900.00	11,900.00	2 年
2	园区综合能源低碳管控系统建设项目	7,300.00	7,300.00	2 年
3	智能光伏发电及运维系统建设项目	7,700.00	7,700.00	2 年
4	补充流动资金	3,100.00	3,100.00	-
	总计	30,000.00	30,000.00	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

公司专注于智能配用电产品、新能源产品和系统领域；依照公司发行公告中所引用的中证指数发布数据，公司所属的“电气机械和器材制造业（C38）”最近一个月静态平均市盈率为 16.97 倍。

公司主要从事智能配用电产品、新能源产品和系统的研发、设计、组装、销售和服务，以及电力工程总承包业务，选取同行业的北交所上市公司科润智控、亿能电力作为许昌智能的可比公司。从上述可比公司来看，2023 年 Q1-3 行业平均收入规模为 4.45 亿元，可比 PE-TTM（算术平均）为 29.09X，销售毛利率为 19.41%；相较而言，公司的营收规模低于行业平均水平，但销售毛利率高于行业平均水平。

表 4：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2023 年 Q1-3 收入 (亿元)	收入增速 (%)	2023 年 Q1-3 归母 净利润 (亿元)	净利润增 长率 (%)	2023 年 Q1-3 销 售毛利率 (%)	2023 年 Q1-3 ROE 摊 薄 (%)
837046.BJ	亿能电力	5.40	43.45	1.55	10.99	0.12	-27.74	19.90	5.12
834062.BJ	科润智控	11.56	14.73	7.35	21.13	0.52	66.90	18.93	8.31
	行业均值	8.48	29.09	4.45	/	0.32	/	19.41	6.71
831396.BJ	许昌智能	/	/	3.65	62.32	0.25	148.46	24.16	6.48

资料来源：Wind（数据截至日期：2024 年 1 月 15 日），华金证券研究所

（六）风险提示

市场竞争风险、关联交易的风险、市场集中的风险、先开工后签订合同的风险、应收账款发生坏账损失及回款速度不及预期的风险、毛利率下降的风险、房地产客户应收账款的风险等风险。

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

李蕙声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn