



公司研究 | 深度报告 | 西高院 (688334.SH)

西高院：高压电气检测龙头焕新发展

报告要点

西高院前身为成立于 1958 年的西安高压电器研究所，隶属于中国电气装备集团，主要业务包括电气设备领域的检测服务及其他技术服务等，在我国高压电气设备检测领域具备显著优势。未来，在新型电力系统快速发展的加持下，电气设备检测行业有望迎来持续增量，为公司发展奠定良好的基础，同时公司在检测行业资源整合、新能源及新型电气设备检测业务拓展、海外市场等方面具有充足的发展空间。

分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001

SFC: BQK482



曹海花

SAC: S0490522030001



司鸿历

SAC: S0490520080002

SFC: BUD284



袁澎

SAC: S0490524010001

西高院 (688334.SH)

2024-12-10

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

西高院：高压电气检测龙头焕新发展

大国电力铸就高压检测龙头

公司前身为成立于 1958 年的西安高压电器研究所，是我国“一五”计划期间 156 项重点建设工程之一。目前，公司直接控股股东为中国西电，隶属于中国电气装备集团，主要业务包括电气设备领域的检测服务及其他技术服务等，全面覆盖高压开关设备、绕组类设备、电力电子设备、输变电辅助设备、材料及其他电气设备等几个类别，涵盖 100 余项大类产品。公司依托强大的主营业务能力，经营成果不断巩固提升。2020-2023 年归母净利润年化复合增速达 35.6%。

行业为基，保障增长持续稳定

根据国家市场监督管理总局，电力（包含核电）检测专业的营业收入与机构数量均呈现逐年增长的态势，2016-2023 年机构数量从 259 家增长至 597 家，年化复合增速为 12.7%，而 2016-2023 年行业营业收入从 32.07 亿元增长至 125.58 亿元，年化复合增速为 21.5%。公司在电气设备检测行业竞争优势突出，2023 年公司收入水平达 6.02 亿元，远高于行业平均水平 0.21 亿元，近几年公司在电力（包含核电）检测市场的份额水平约在 5% 左右波动。公司在高压检测行业龙头地位稳固，主要系公司具备历史底蕴，在技术、团队、标准引领和国际化等方面有着突出优势。我们认为电气设备检测市场空间与以下四个因素相关：1) 电源电网产业设备需求规模；2) 电气设备供应商数量；3) 电气设备行业标准更新；4) 新产品新技术应用。未来，新技术新产品的应用有望给行业带来较大的增量空间，主要系环保型开关和变压器产品的持续应用以及柔性直流输电设备的规模化使用。

发展为矛，促进盈利加快扩张

我们认为围绕资源整合、业务拓宽和海外市场等三方面，公司有望进一步加速成长。资源整合方面，公司近几年接连收购沈变院 100% 股权和河高所 55% 股权，显著提升了其在高压检测方面的市场影响力和份额水平，我们预计公司或有望进一步做大做强检测业务。业务拓展方面，公司面向新能源和新型电气设备领域，积极培育增长动能，打造风光储能变流器设备电性能检测平台、大容量发电机断路器验证能力、柔性直流输电用关键组件试验平台，有力保障未来新型电力系统的发展需要。海外市场方面，建设“电气装备国际化公共技术智慧服务平台”已成为公司战略级目标，2023 年海外收入占主营业务收入的比例达到约 0.59%，2024 年内多次参加海外电力展，直接对接海外客户，同时，2024 年 9 月，公司收到迪拜水电局 DEWA 印发的书面认可文件，标志着公司高压 GIS 试验报告无需通过其他机构认证，能够直接应用于阿联酋迪拜电力行业，海外市场迈进了一大步。

投资建议

综上所述，我们认为西高院作为国内高压电气设备检测行业龙头，竞争优势和市场地位十分稳固，电气设备检测市场空间或将深度受益于新型电力系统中新技术和新产品的大规模应用，同时，公司在资源整合、业务拓展、国际市场等方面持续发力，有望进一步提高公司的增长速度。我们预计公司 2024、2025 年归属母公司股东净利润分别为 2.35、2.75 亿元，对应 PE 分别为 22.6、19 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、国内电网建设速度不及预期；
- 2、新产品新技术应用不及预期；
- 3、市场竞争加剧的风险；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

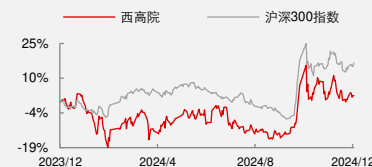
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	16.76
总股本(万股)	31,658
流通A股/B股(万股)	7,598/0
每股净资产(元)	8.83
近12月最高/最低价(元)	20.87/13.02

注：股价为 2024 年 12 月 6 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

大国电力铸就高压检测龙头	6
CEE 旗下唯一检测业务上市平台	7
检测为核，全面提供多项技术服务	7
上市以来保持增长，利润率稳定	10
行业为基，保障增长持续稳定	11
行业收入稳步增长，公司龙头优势突出	11
四大因素持续贡献，行业展望保持积极	16
新型技术应用提速，检测行业率先受益	19
发展为矛，促进盈利加快扩张	21
持续推进资源整合，做强做大高压检测	21
加速拓宽检测范围，多点培育增长动能	22
积极开拓海外市场，打造一流国际品牌	24
投资建议	25
风险提示	26

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：公司股权结构	7
图 3：公司检测服务试验类型与试验对象	8
图 4：公司计量服务的主要能力	9
图 5：公司认证服务的主要能力	9
图 6：公司近几年营业收入情况（亿元）	10
图 7：公司近几年主要业务毛利率情况	11
图 8：公司近几年期间费用率情况	11
图 9：公司近几年归母净利润情况（亿元）	11
图 10：电气设备检测行业产业链结构	12
图 11：全国检测行业 2023 年营业收入分布情况	12
图 12：电力（包含核电）检测行业历年机构数量和收入情况	13
图 13：电力（包含核电）检测行业历年机构数量和收入增速情况	13
图 14：公司营业收入水平与行业平均收入水平的关系	13
图 15：公司在电力（包含核电）检测市场的份额水平	13
图 16：公司的主要竞争优势	14
图 17：可比上市公司近五年研发费率	16
图 18：电力（包含核电）行业检测机构营收总额与电源电网投资的关系	17
图 19：国家电网统招变压器和组合电器产品历年中标企业数量	17
图 20：国网统招不同电压等级断路器绝缘介质应用情况	19
图 21：SF6 混合气体绝缘封闭式组合电器招标趋势	20

图 22: SF6 混合气体绝缘封闭式管母线招标趋势	20
图 23: 我国首台 220kV 植物油变压器	20
图 24: 我国首台 500kV 植物油变压器	20
图 25: 沈变院历年收入增长情况	21
图 26: 沈变院历年净利润增长情况	21
图 27: 河高所未来三年业绩承诺情况	22
图 28: 公司现已具备五大服务基地	22
图 29: 常州 7.5MW 大容量光储变流器电性能测试平台	23
图 30: 国际首台 31.5kV/210kA 环保型发电机快速断路器已经完成全套试验验证	24
图 31: 公司海外业务收入及其占主营业务收入的比重	24
图 32: 公司收到迪拜水电局 DEWA 印发的书面认可文件	25
图 33: 公司年内多次参加国际电力展	25
表 1: 可比上市公司下属的国家级检测中心	14
表 2: 公司核心技术人员情况	15
表 3: 公司相关的部分国家标准更新历程	18
表 4: 目前正在更新的相关国家标准	19
表 5: 正在首次制定的部分电气设备国家标准	21
表 6: 公司面向新能源系统的电气装备检测能力建设项目	23
表 7: 公司利润敏感性分析	26

大国电力铸就高压检测龙头

公司前身为成立于 1958 年的西安高压电器研究所，是我国“一五”计划期间 156 项重点建设工程之一，公司成立之初的主要业务为检测试验。随着时代的进步，公司也经历了三个主要发展阶段：

➤ 高压试验能力建设阶段（1958 年至 2005 年）

该阶段，公司设立并完成了三次工程建设，建设并完善了高压电气设备试验能力，积累了丰富的试验设计经验，为公司在高压电气设备检测行业的领先地位奠定了基础。公司一期工程 1965 年建成投运；二期工程始建于 1974 年，1980 年建设投运；三期工程始建于 1988 年，2003 年建设投入试运行，2005 年竣工验收。

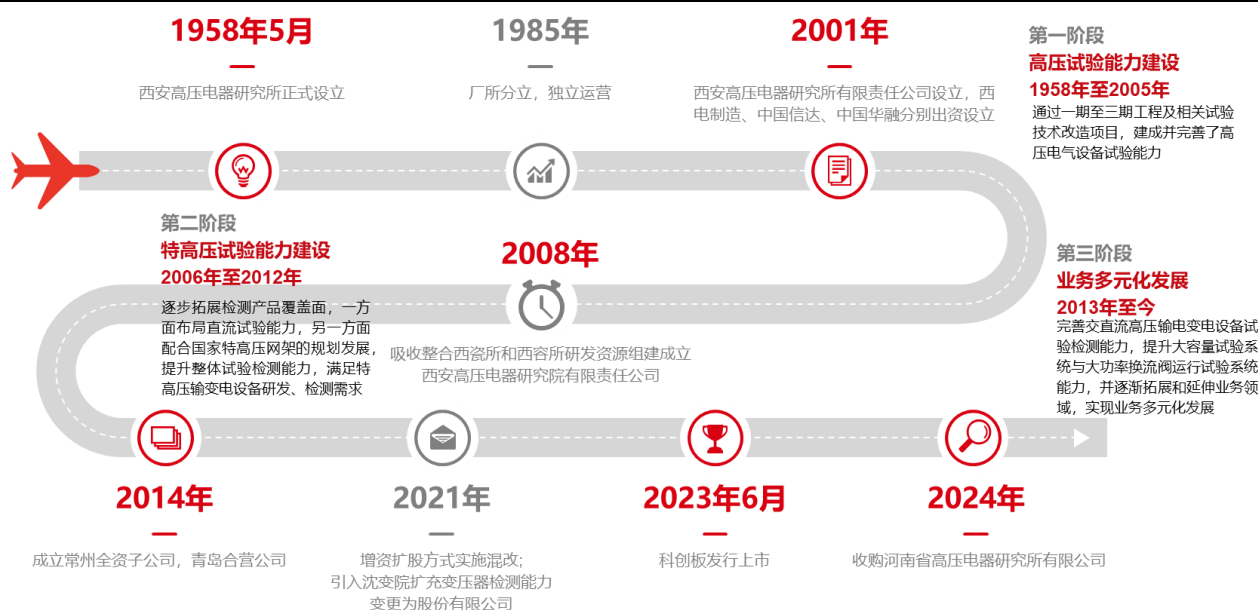
➤ 特高压试验能力建设阶段（2006 年至 2012 年）

该阶段，公司逐步拓展检测产品覆盖面，布局直流试验能力，于 2008 年吸收合并西安电瓷研究所、西安电力电容器研究所，并布局绝缘子、避雷器及电容器试验能力。同时，为配合国家特高压输变电设备的研发和检测，公司在已有试验检测能力的基础上进行技术改造，新增部分试验设备和厂房，提升整体试验检测能力，满足特高压输变电设备研发、检测的需求。

➤ 业务多元化发展阶段（2013 年至今）

该阶段，公司为持续巩固传统检测领域的地位，进一步提升大容量试验系统与大功率换流阀运行试验系统能力，实现高压开关、绝缘子、避雷器、电容器、变压器、互感器、电抗器、电力电子设备等检测产品领域均衡发展，并且对外提供针对电气设备的多方位技术咨询服务。与此同时，公司试验检测服务能力不断延伸，培育低压电器、电磁兼容、电气产品可靠性业务增长点；建设和完善智能化直流高压输配电设备试验检测能力；开展针对产品性能、产品能效、特殊环境、全寿命周期内的低碳、零碳、负碳技术等的关键测试技术研究和能力建设。

图 1：公司发展历程



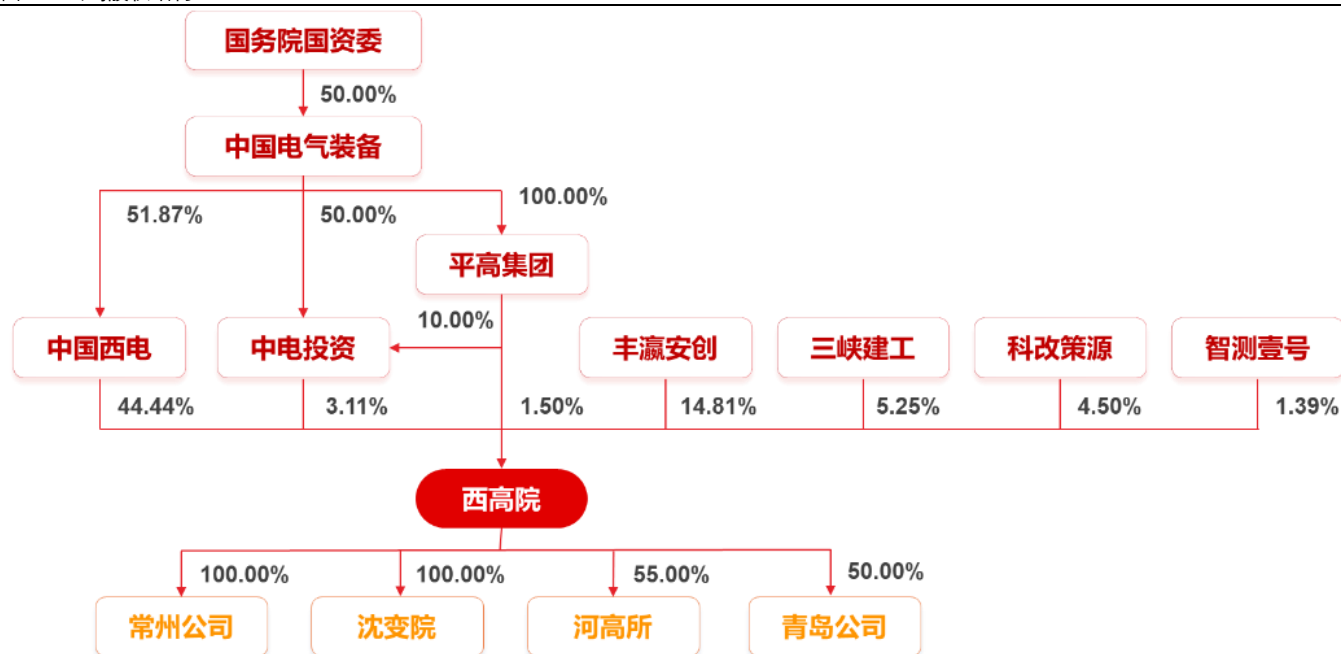
资料来源：公司公告，长江证券研究所

未来，公司将以改革、创新、人才为发展动力，拟于 2030 年实现业务范围涵盖高、中、低压输变配电一二次电器产品，具有较高国际影响力，充分利用智能化、数字化、信息化手段建成智慧服务平台。

CEE 旗下唯一检测业务上市平台

目前，公司直接控股股东为中国西电（601179.SH），隶属于中国电气装备集团。另外，2021 年 10 月 25 日，中国西电作出《关于西安高压电器研究院有限责任公司引进战略投资者的批复》，同意引进丰瀛安创、三峡建工、科改策源以及平高集团作为新股东，并且同意关联方中电投资以及西高院有限员工持股平台智测壹号采用非公开协议方式同步增资。截至 2024 年三季报，丰瀛安创、三峡建工、科改策源、智测壹号分别持有公司 14.81%、5.25%、4.50%、1.39% 股份。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，长江证券研究所

检测为核，全面提供多项技术服务

公司目前的主要业务包括电气设备领域的检测服务及其他技术服务等。

检测服务

检测服务是公司的核心业务，经过多年的积累、公司在电气设备检测服务领域具备领先的技术和经验优势。

公司检测服务的类型包括型式试验、性能试验与研究性试验。其中型式试验是指为验证电气设备产品能否满足标准技术规范的全部技术要求而对产品的一台或多台样品进行的试验；性能试验是指为了验证电气设备产品能否满足标准技术规范的部分技术要求所进行的试验；研究性试验是指为了验证电气设备产品能否满足特定技术要求所进行的试验。

公司检测服务的产品对象主要包括高压开关设备、绕组类设备、电力电子设备、输变电辅助设备、材料及其他电气设备等几个类别，检测范围涵盖 100 余项大类产品，涉及 800 余项检测标准。

图 3：公司检测服务试验类型与试验对象

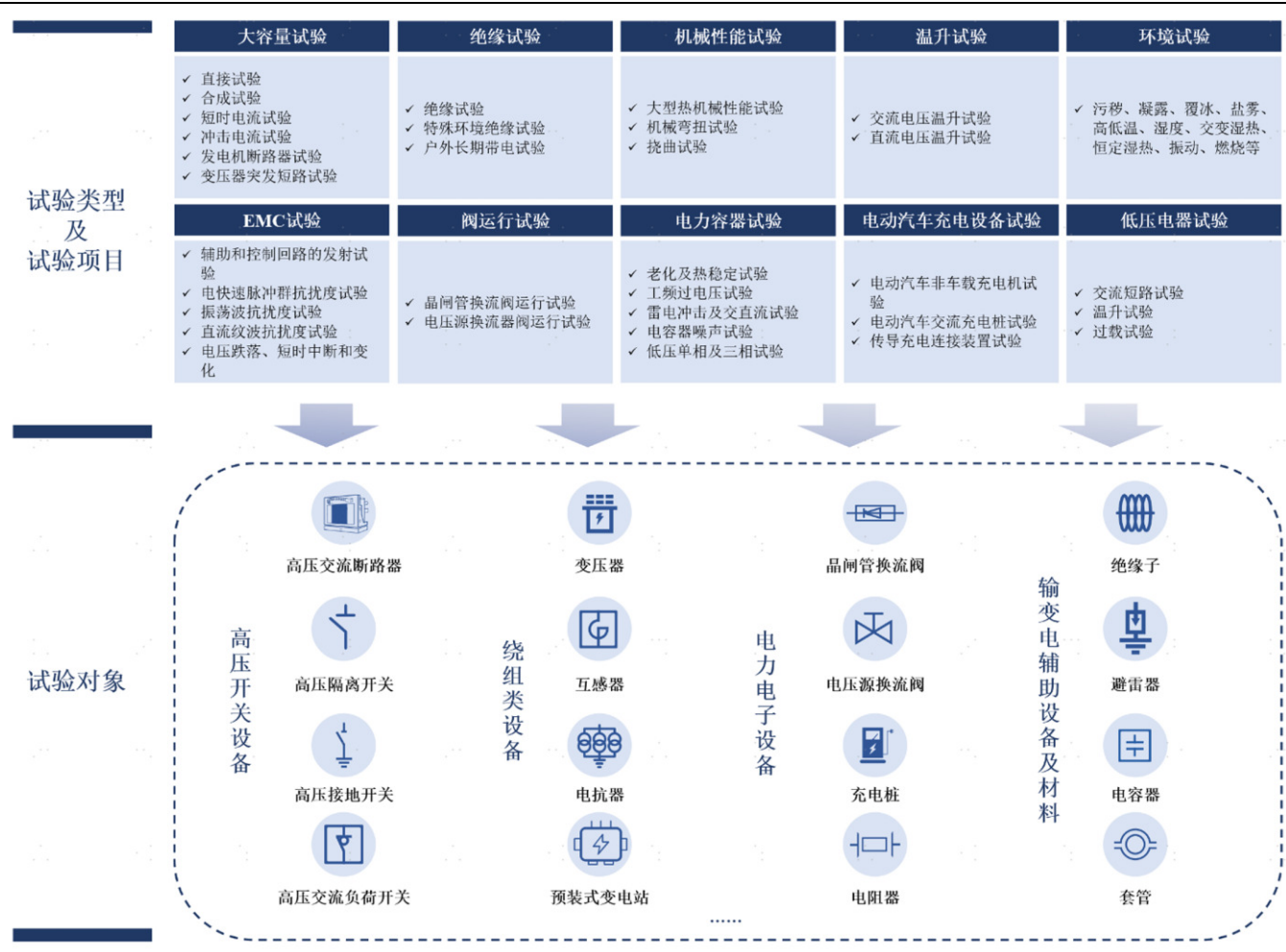


图 4：公司计量服务的主要能力



资料来源：公司公告，长江证券研究所

2) 认证服务：指由具有认证资质的第三方机构证明产品、服务、管理体系、人员符合相关标准和技术规范的合格评定活动。公司主要面向电气设备制造企业开展输配电设备产品认证服务，通过核查企业生产线产品与型式试验样机的一致性，检查其在管理体系、关键零部件采购、生产过程控制、产品检测能力、不合格品控制等方面的质量保证能力，对产品进行合格评定，发放认证证书，并持续进行获证后的监督。

图 5：公司认证服务的主要能力



资料来源：公司公告，长江证券研究所

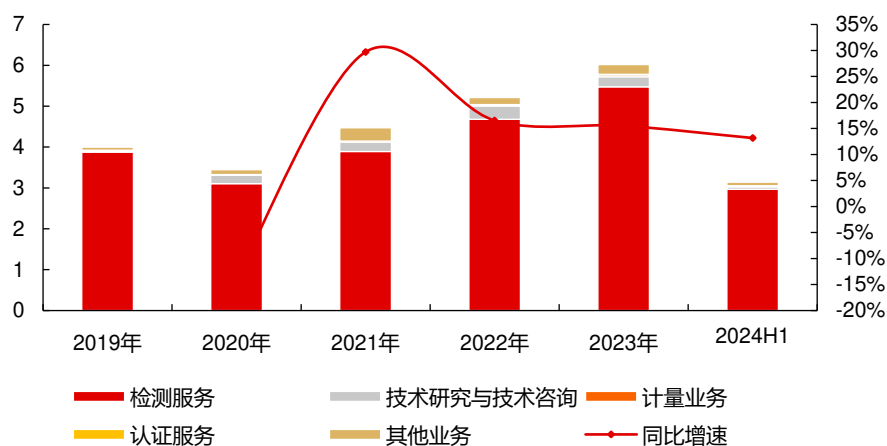
3) 技术研究与技术咨询：指公司根据客户对某些特定技术课题的要求，依托电气设备试验技术、电气设备关键性能技术等，利用自身专题研究的人才优势，为客户提供电气设备领域技术选用的建议和解决方案。电气设备试验技术方面，公司已经形成高压开关检测技术、绕组类设备检测技术、特高压及以下直流输电换流阀检测技术、绝缘子避雷器检测技术、电力电容器检测技术共 5 大项核心技术。电气设备关键性能技术方面，公司已经涵盖真空开断、气体开断、高压开关设备全寿命周期可靠性评估等领域，并在绿色海上风电设备关键技术、超大容量开断关键技术、环保气体开断技术、环保气体绝缘

技术等领域具有丰富的技术储备。依托上述能力，公司已为行业内各类制造商、电网公司及相关科研院所提供了强有力的技术支撑，树立了良好的市场口碑。

上市以来保持增长，利润率稳定

公司依托强大的主营业务能力，近几年经营成果不断巩固提升。营业收入方面，公司 2023 年总营业收入达 6.02 亿元，相对 2020 年年化复合增速达 20.4%。从营收占比看，目前，检测服务依然是公司业务核心，2023 年检测服务收入达到 5.5 亿元，占比达 91%，其他技术服务和其他业务收入合计达 0.55 亿元，占比达 9%，到 2024 年上半年，检测服务占比达 94.5%。

图 6：公司近几年营业收入情况（亿元）

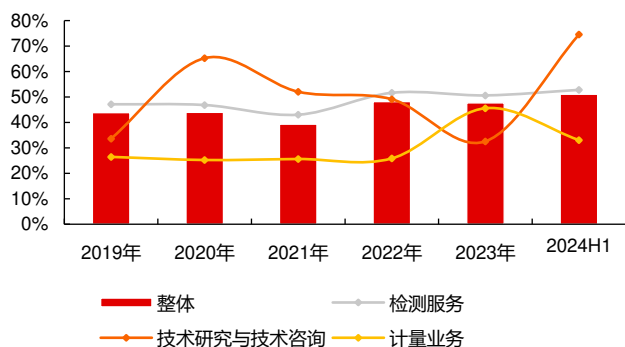


资料来源：Wind，长江证券研究所

从主要业务毛利率来看，公司近几年毛利率相对稳定，整体毛利率介于 40%-50% 左右波动，2024 年上半年，公司毛利率达到 51%，有了进一步提升。具体看，公司检测服务毛利率维持 43%-53% 区间，2024 年上半年毛利率达 52.8%；技术研究与技术咨询业务毛利率波动较大，2023 年达到 32.6% 的低点，2024 年上半年达到 74.5%；计量业务毛利率在 2019-2021 年保持 25%-27% 的水平，但 2023 年提升至 45.6%，2024 年上半年达到 33.1%。整体看，公司毛利率稳中有升。

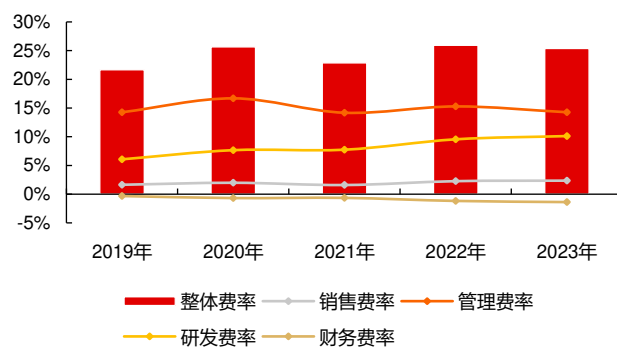
期间费用率方面，公司近几年费用率保持相对稳定，维持在 25% 左右，由于公司业务竞争优势突出，竞争对手较少，公司销售费率仅不足 3%，主要是管理费率和研发费率，其中管理费率保持在 15% 左右，研发费率从 2019 年的 6.1% 逐步提升至 2023 年的 10.1%，体现出公司仍在不断加大技术开发，助力新型电力系统转型。

图 7：公司近几年主要业务毛利率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

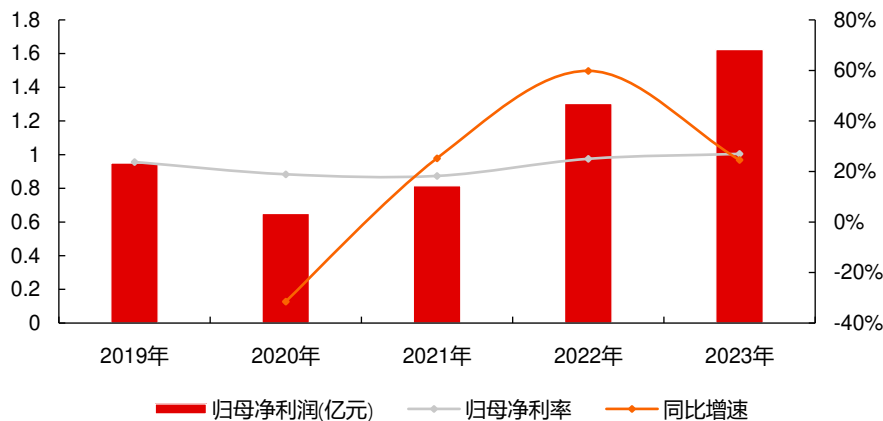
图 8：公司近几年期间费用率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

最终，公司近几年归母净利润增长明显，2023 年归母净利润达 1.6 亿元，2020-2023 年
年化复合增速达 35.6%，归母净利润率也得到明显提升，从 2020 年的 18.9%提升至
2023 年的 27%。

图 9：公司近几年归母净利润情况（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

行业为基，保障增长持续稳定

行业收入稳步增长，公司龙头优势突出

检测、计量、认证行业是国家质量认证体系的基本组成部分，是国家质量体系的基础设施，是现代服务业的重要组成部分。

检测行业的产业链主要包括：1) 上游，为检测设备、测量仪器、化学试剂、智能控制设备及其他耗材的生产制造商，相关企业较多，市场竞争较为充分；2) 中游，主要是标准制定方、检验检测机构及相关服务商，市场竞争较为集中；3) 下游，主要涉及国民经济各个领域的检测报告使用者。公司处于检测行业产业链中游的位置。

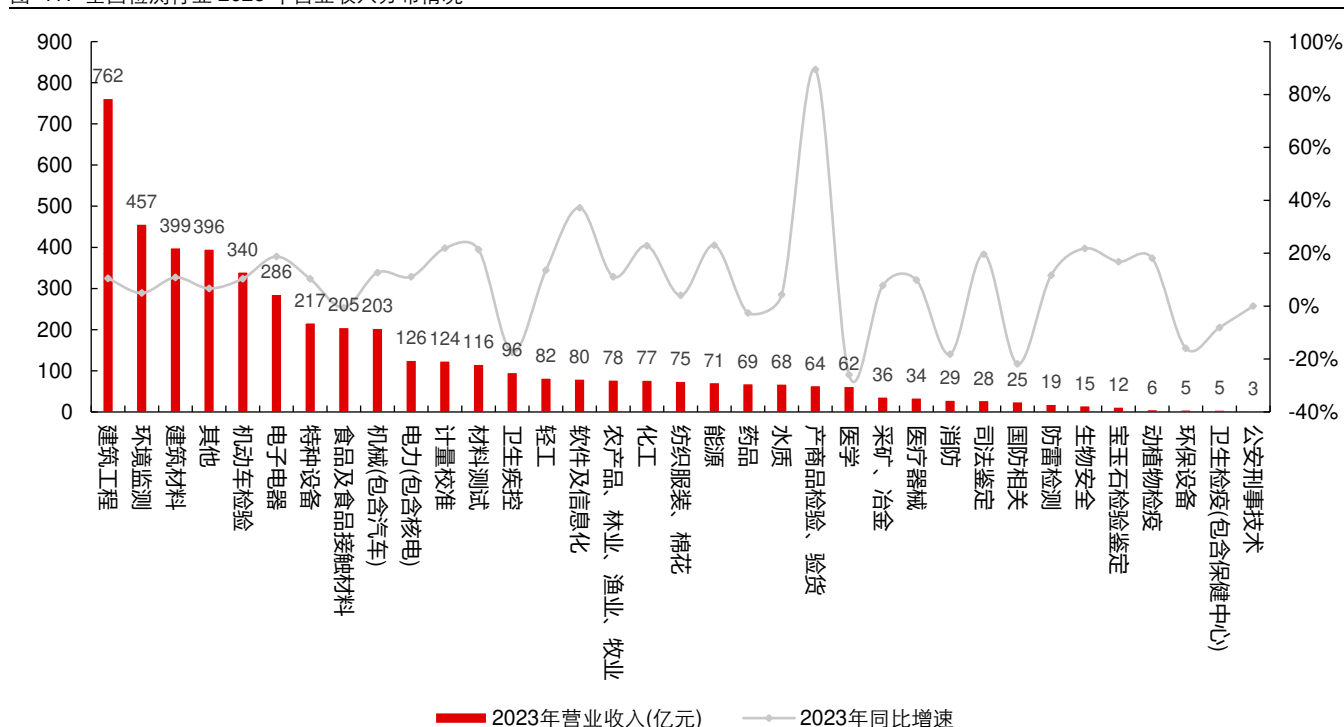
图 10：电气设备检测行业产业链结构



资料来源：公司公告，长江证券研究所

根据国家市场监督管理总局,2023年底全国共有检验检测机构53834家,同比增长2.02%。2023全年实现营业收入4670.09亿元,同比增长9.22%。其中,检测行业一共有35个专业分类,公司隶属于电力(包含核电)专业分类,该专业2023年共计产生营业收入125.58亿元,占比达2.69%,2023年收入增速达11.1%。

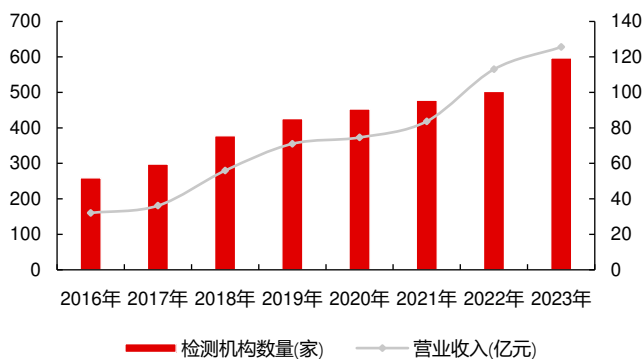
图 11：全国检测行业 2023 年营业收入分布情况



资料来源：国家市场监督管理总局，长江证券研究所

具体看电力(包含核电)检测专业分类的市场情况,该专业分类从历史情况看,营业收入与机构数量均呈现逐年增长的态势,2016-2023年机构数量从259家增长至597家,年化复合增速为12.7%,而2016-2023年行业营业收入从32.07亿元增长至125.58亿元,年化复合增速为21.5%。

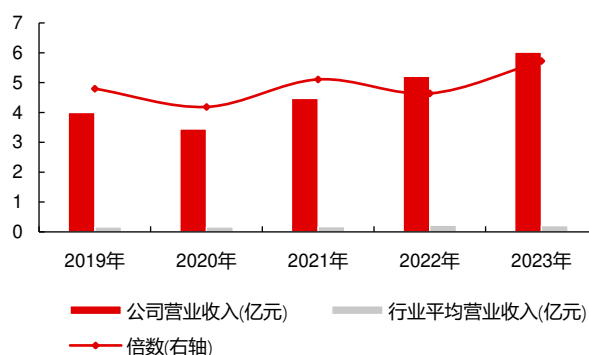
图 12：电力（包含核电）检测行业历年机构数量和收入情况



资料来源：国家市场监督管理总局，长江证券研究所

公司在电气设备检测行业竞争优势突出。从行业数据来看，2023 年，行业内机构平均收入水平为 0.21 亿元，而公司收入水平达 6.02 亿元，远高于行业平均水平。从 2020 年以来的历史趋势来看，公司收入规模与行业平均水平的差距仍在进一步拉大，2020 年，公司收入为行业平均水平的 20.9 倍，而 2023 年，公司收入已达行业平均水平的 28.6 倍。整体看，近几年，公司在电力（包含核电）检测市场的份额水平约为 5%左右波动。

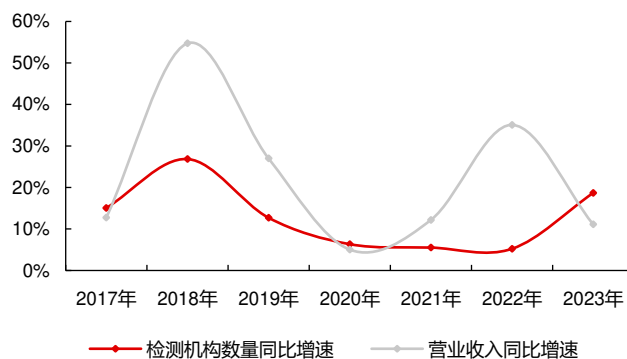
图 14：公司营业收入水平与行业平均收入水平的关系



资料来源：公司公告，国家市场监督管理总局，长江证券研究所

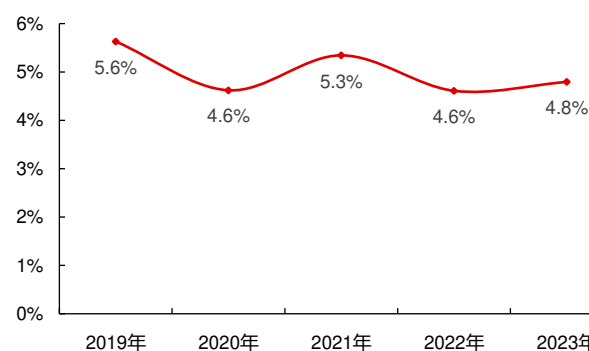
目前看，行业内有众多微型企业，公司的行业龙头地位相对稳固，这与公司突出的竞争优势和历史底蕴有较大的关系。目前公司在技术、团队、标准引领和国际化等方面有着突出优势。

图 13：电力（包含核电）检测行业历年机构数量和收入增速情况



资料来源：国家市场监督管理总局，长江证券研究所

图 15：公司在电力（包含核电）检测市场的份额水平



资料来源：公司公告，国家市场监督管理总局，长江证券研究所

图 16：公司的主要竞争优势



资料来源：Wind，长江证券研究所

技术方面，公司拥有国家高压电器质量检验检测中心、国家绝缘子避雷器质量检验检测中心、国家电力电容器质量检验检测中心、国家智能电气设备质量检验检测中心、国家变压器质量检验检测中心、国家高压电器产品质量检验检测中心（河南）等6个国家级检测中心，拥有国家能源输配电设备研发（实验）中心、国家市场监督管理总局技术创新中心（输变电设备）、产业技术基础公共服务平台、高压输配电设备质量控制和技术评价实验室、国家输配电装备产业计量测试中心、国家技术标准创新基地（直流输电及电力电子技术）直流系统主设备检验检测技术分基地、国家测量互感式型式评价实验室、国家标准验证点（输配电装备）等8个国家级科研平台和技术服务平台。另外公司的实验室主要设备技术参数处于市场领先地位，拥有单台套6500MVA短路发电机、单台套1,200MVA短路变压器试验设备，还搭建了±1,000kV/7.5MJ合成试验回路系统，处于国内领先水平。目前，公司已具备电气设备产品标准研究与验证技术、高电压大电流计量技术、高压开关检测技术、绕组类设备检测技术、特高压及以下直流输电换流阀检测技术、绝缘子避雷器检测技术、电容器检测技术、电气设备关键性能核心技术、电气设备制造行业智能化工程成套技术等9项核心技术。

表 1：可比上市公司下属的国家级检测中心

上市公司	法律责任承担单位	检测机构名称
国缆检测	上海国缆检测股份有限公司	国家电线电缆质量检验检测中心
	苏州电器科学研究院股份有限公司	国家汽车电气产品质量检验检测中心
电科院	苏州电器科学研究院股份有限公司	国家智能电网中高压成套设备质量检验检测中心
	苏州电器科学研究院股份有限公司	国家电器产品质量检验检测中心
开普检测	许昌开普检测研究院股份有限公司	国家继电保护及自动化设备质量检验检测中心
	许昌开普检测研究院股份有限公司	国家智能微电网控制设备及系统质量检验检测中心

西高院	许昌开普检测研究院股份有限公司	国家电动汽车充换电系统质量检验检测中心
	西安高压电器研究院有限责任公司	国家智能电气设备质量检验检测中心
	西安高压电器研究院有限责任公司	国家电力电容器质量检验检测中心
	西安高压电器研究院有限责任公司	国家绝缘子避雷器质量检验检测中心
	西安高压电器研究院有限责任公司	国家高压电器质量检验检测中心
	沈阳变压器研究院股份有限公司	国家变压器质量检验检测中心
	河南省高压电器研究所有限公司	国家高压电器产品质量检验检测中心（河南）

资料来源：国家市场监督管理总局，长江证券研究所

团队方面，公司多年来一直深耕电气设备检测领域，拥有一批高素质的输变电设备试验及技术研究人才，目前，公司有 5 名认定为核心技术人员的骨干员工，分别为张文兵、王建生、元复兴、姚斯立、黄实，均为正高级工程师，前四位享有国务院特殊津贴，为我国电气设备试验检测做出了突出贡献。公司持续健全人才队伍，坚持自主培养与人才引进并重，至 2023 年底，公司拥有研发人员总计 78 人，其中 55% 为硕士及以上学历，并通过采用“重点项目奖励激励”“揭榜挂帅”、股权激励等方式，加大科研人员奖励投入，对符合政策条件的核心团队实施股权激励，激发科研人员积极性。

表 2：公司核心技术人员情况

姓名	职务	介绍
张文兵	董事、总经理、核心技术人员	正高级工程师；国务院特殊津贴专家、西安市地方级领军人才；IEC/TC17/SC17C/MT16 工作组成员，获国家科学技术进步奖二等奖 1 项、获省部级及以上科技奖 12 项；获专利授权 15 项
王建生	核心技术人员	正高级工程师；国务院特殊津贴专家；IEC/TC99 副主席；IECEE CTL ETF15 召集人、SAC/TC80、SAC/TC81、SAC/TC163 主任委员，获国家科技进步特等奖 1 项、省部级及以上科技奖 7 项、中国电器工业协会“电工标准-正泰创新奖-突出贡献奖”1 项；主持或参与制定多项国家标准、国际标准。
元复兴	核心技术人员	正高级工程师；国务院特殊津贴专家、西安市地方级领军人才；SAC/TC65、SAC/TC45 主任委员；中国电器工业协会副会长、中国真空学会理事、中国电机工程学会常务理事、中国电工技术学会常务理事，获国家技术发明奖二等奖 1 项、省部级及以上科技奖 7 项、中国电器工业协会“电工标准-正泰创新奖-一等奖”1 项；主持或参与制定多项国家标准、行业标准。
姚斯立	核心技术人员	正高级工程师；国务院特殊津贴专家、全国优秀科技工作者、西安市地方级领军人才；SAC/TC65 委员、NEA/TC10 秘书长；中国电工技术学会大容量试验技术专业委员会秘书长，获国家科技进步特等奖 1 项、二等奖 1 项、省部级及以上科技奖 8 项；获专利授权 6 项；主持或参与制定多项国家标准、行业标准；发表核心期刊论文 20 余篇。
黄实	核心技术人员	正高级工程师；副总工程师；IEEE PES 变压器技术委员会（中国）副理事长、中国电工技术学会短路试验技术专业委员会专家，获国家科学技术进步二等奖 1 项、省部级及以上科技奖 3 项；获专利授权 4 项；发表核心期刊论文 7 篇

资料来源：公司公告，长江证券研究所

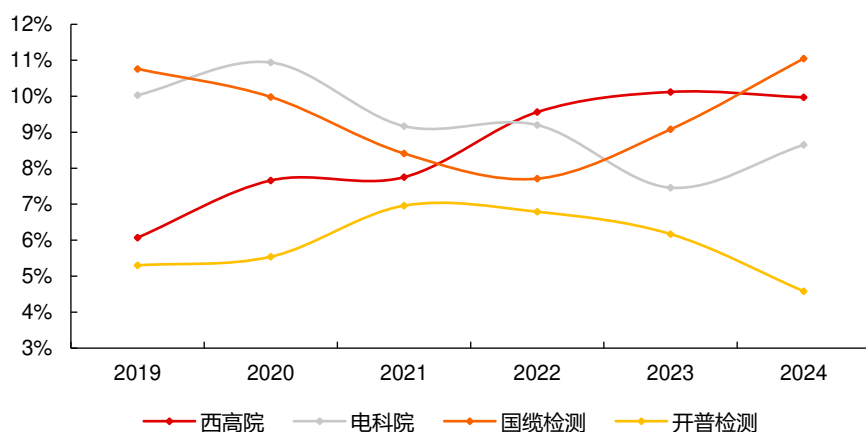
标准引领方面，目前共有 14 个标准化技术委员会秘书处挂靠在西高院，其中国家标委会 12 个，能源行业标委会 2 个。公司内部专业从事标准化管理工作的技术人员共 22 人，另外有十余位专家分别在多个标委会中担任主任委员、副主任委员、委员或秘书长等。目前，公司已主持或参与制定 500 余项标准，包括国际标准 80 余项、国家标准近 300 项。

国际化方面，公司已成为 13 个 IEC 国内技术对口单位，公司的标准化专家担任 IEC/TC99 副主席，拥有 3 位 IEC 工作组召集人，也是 CIGRE 成员单位，STL 观察员

CHPTL 成员及秘书处承担单位。公司积极参与国际先进电力组织的相关工作,2023 年,首次承担国际大电网委员会 (CIGRE) 正式出版物的翻译出版工作,组织翻译的《未来电力系统》一书正式出版。未来,公司将不断提高正在国际协会的影响力,成为国际一流的电气设备检测企业。

整体看,电气设备检测行业竞争格局呈现金字塔型,公司为金字塔头部企业,底部大部分机构规模小、技术水平低,无法与公司构成实质性竞争关系。目前,公司的主要竞争对手包括国内的苏州电器科学研究院股份有限公司、上海电气输配电试验中心有限公司、中国电力科学研究院有限公司武汉分院和辽宁高压电器产品质量检测有限公司,以及国际上的荷兰电力实验所 (KEMA)、意大利中央电工研究所网络试验站 (CESI)、韩国电工技术研究院 (KERI) 和匈牙利 VEIKI-VNL 电气实验有限公司 (VEIKI-VNL)。

图 17: 可比上市公司近五年研发费率



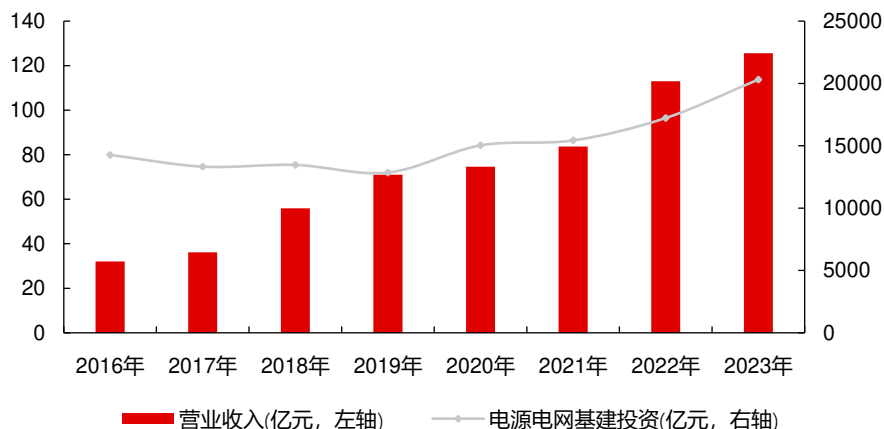
资料来源: Wind, 长江证券研究所, 2024 为 Q1-3 的费用率

四大因素持续贡献, 行业展望保持积极

公司所提供的检测服务主要面向高压电气设备, 其终端下游主要是电源电网产业。我们认为, 其市场空间主要与以下四个因素相关: **1) 电源电网产业设备需求规模; 2) 电气设备供应商数量; 3) 电气设备行业标准更新; 4) 新产品新技术应用。**

其中, 最为基本的是电源电网产业设备需求规模, 从历史情况看, 行业规模增长情况与电网投资增长有一定的相关性, 总体呈现稳中有升的态势, 并且检测行业增长要快于电源电网投资增长情况, 预计主要由于其他三个因素的正向贡献。

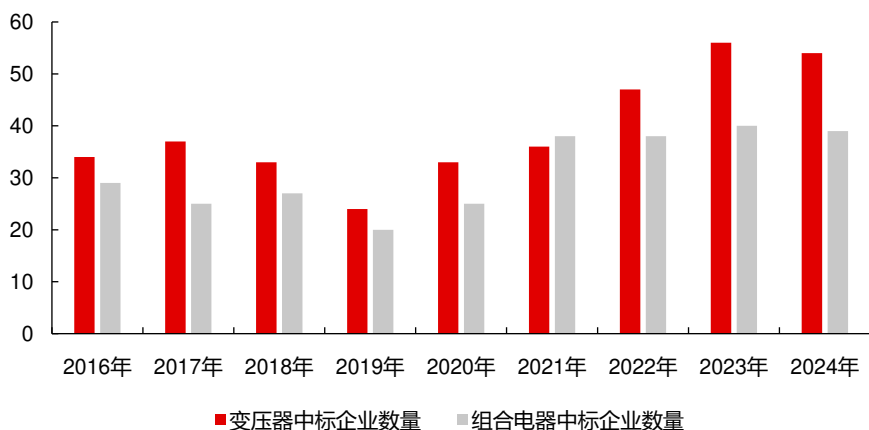
图 18：电力（包含核电）行业检测机构营收总额与电源电网投资的关系



资料来源：国家能源局，国家市场监督管理总局，长江证券研究所

从企业数量来看，以国家电网 2016-2023 年实际取得中标成绩的企业为例，变压器中标企业数量从 2016 年的 34 家提升至 2023 年的 56 家，而组合电器中标企业数量从 2016 年的 29 家提升至 2023 年的 40 家。由于所有企业参与招投标活动都必须按照标书要求提供对应产品的型式试验报告，因此，企业数量的增长直接有助于增加检测行业的营收规模。另外值得一提的是，参与投标的企业数量或比实际中标的企业数量更多。

图 19：国家电网统招变压器和组合电器产品历年中标企业数量



资料来源：国家电网，长江证券研究所，2024 年为 1-11 月的统计数据

另外，行业标准的一些重要更新有可能促使企业更新自己的型式试验报告，或补充进行更多的性能试验。根据国家质量管理的要求和行业发展规律，我们认为行业标准倾向于朝着更加完善，更加细化的方向去发展，每一次行业标准更新前后，都有可能给检测服务市场带来增量。从部分与公司高度相关的国家标准来看，其更新周期大部分在 8-20 年不等。

表 3：公司相关的部分国家标准更新历程

标准号	标准名称	现行版本	替代版本	历代版本
GB/T 11022	高压开关设备和控制设备标准的共用技术要求	2020	2011	1999
GB/T 1984	高压交流断路器	2014	2003	1989、1980
GB/T 1985	高压交流隔离开关和接地开关	2023	2014	2004、1989、1980
GB/T 16926	高压交流负荷开关 熔断器组合电器	2009	1997	无
GB/T 3906	3.6kV-40.5kV 交流金属封闭开关设备和控制设备	2020	2006	1991
GB/T 7674	额定电压 72.5kV 及以上气体绝缘金属封闭开关设备	2020	2008	1997
GB/T 1094.1	电力变压器 第 1 部分：总则	2013	1996	1985、1979
GB/T 1094.2	电力变压器 第 2 部分：液浸式变压器的温升	2013	1996	1985
GB/T 1094.3	电力变压器 第 3 部分：绝缘水平、绝缘试验和外绝缘空气间隙	2017	2003	无
GB/T 1094.4	电力变压器 第 4 部分：电力变压器和电抗器的雷电冲击和操作试验导则	2005	1987	无
GB/T 1094.5	电力变压器 第 5 部分：承受短路的能力	2008	2003	无
GB/T 1094.6	电力变压器 第 6 部分：电抗器	2011	1988	无
GB/T 1094.11	电力变压器 第 11 部分：干式变压器	2022	2007	1986
GB/T 1094.16	电力变压器 第 16 部分：风力发电用变压器	2013	无	无
GB/T 20840.1	互感器 第 1 部分：通用技术要求	2010	无	无
GB/T 20840.2	互感器 第 2 部分：电流互感器的补充技术要求	2014	2006	1997
GB/T 20840.3	互感器 第 3 部分：电磁式电压互感器的补充技术要求	2013	2006	1997
GB/T 20840.4	互感器 第 4 部分：组合互感器的补充技术要求	2015	2007	1997
GB/T 20840.5	互感器 第 5 部分：电容式电压互感器的补充技术要求	2013	2007	2001
GB/T 20840.6	互感器 第 6 部分：低功率互感器的补充通用技术要求	2017	无	无
GB/T 20840.7	互感器 第 7 部分：电子式电压互感器	2007	无	无
GB/T 20840.8	互感器 第 8 部分：电子式电流互感器	2007	无	无
GB/T 20840.14	互感器 第 14 部分：直流电流互感器的补充技术要求	2022	无	无
GB/T 20840.15	互感器 第 15 部分：直流电压互感器的补充技术要求	2022	无	无
GB/T 17467	高压/低压预装式变电站	2020	2010	1998
GB/T 20990.1	高压直流输电晶闸管阀第 1 部分：电气试验	2020	2007	无
GB/T 33348	高压直流输电用电压源换流器阀电气试验	2016	无	无
GB/T 1001.1	标称电压高于 1000V 的架空线路绝缘子第一部分：交流系统用瓷或玻璃绝缘子元件定义、试验方法和判定准则	2021	2003	1988、1981
GB/T 4109	交流电压高于 1000V 的绝缘套管	2022	2008	1999
GB/T 11032	交流无间隙金属氧化物避雷器	2020	2010	2000、1989
GB/T 11024.1	标称电压 1000V 以上交流电力系统用并联电容器 第 1 部分：总则	2019	2001	无
GB/T 11024.2	标称电压 1000V 以上交流电力系统用并联电容器 第 2 部分：老化试验	2019	2001	无
GB/T 11024.3	标称电压 1000V 以上交流电力系统用并联电容器 第 3 部分：并联电容器和并联电容器组的保护	2019	2001	1989
GB/T 11024.4	标称电压 1000V 以上交流电力系统用并联电容器 第 4 部分：内部熔丝	2019	2010	2001、1989

资料来源：公司公告，全国标准信息公共服务平台，长江证券研究所

另外，上表中现行标准中的部分也即将迎来更新，或可为电气设备检测服务行业带来一定新的增量。

表 4：目前正在更新的相关国家标准

标准号或计划号	标准名称	新版本	状态	现行版本
GB/T 33348	高压直流输电用电压源换流器阀 电气试验	2024	即将实施	2016
GB/T 1984	高压交流断路器	2024	即将实施	2014
GB/T 1094.16	电力变压器 第 16 部分：风力发电用变压器	/	正在审查	2013
20242890-T-604	高压交流隔离开关和接地开关	/	正在起草	2009

资料来源：全国标准信息公共服务平台，长江证券研究所

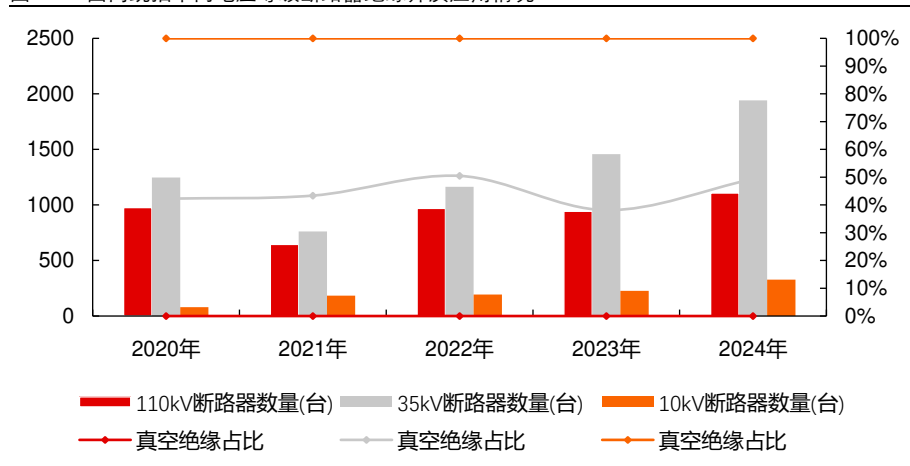
最后，新技术新产品的应用也会给公司的检测带来较大的增量。例如，我国在 1980 年就发布了高压交流断路器、隔离开关和接地开关的国家标准，但直到 1997 年才发布 72.5kV 及以上气体绝缘金属封闭开关设备 (GIS) 的相关标准，随后的十几年的时间里，GIS 作为新产品在我国的大规模应用给检测服务行业和公司都带来了较大的市场空间。我们认为，未来电气设备的技术依然会不断升级，新技术新产品的迭代或将是公司弹性最大的来源。

新型技术应用提速，检测行业率先受益

当下，电气设备技术升级的大趋势主要是环保化，针对变压器和开关类两大品种，有各自环保绿色化的技术升级路径。

开关方面，目前主要是绝缘介质将逐步从 SF6 气体绝缘为主的方式过渡至无氟环保开关。从断路器内部绝缘介质看，过去主要采用 SF6 气体作为绝缘介质，从近几年国网统招断路器规格来看，10kV 断路器已 100% 采用真空绝缘，35kV 断路器目前约 50% 左右采用真空绝缘，110kV 及以上仍全部采用 SF6 绝缘。往后看，高压断路器向环保无氟方向升级仍有较大的空间。

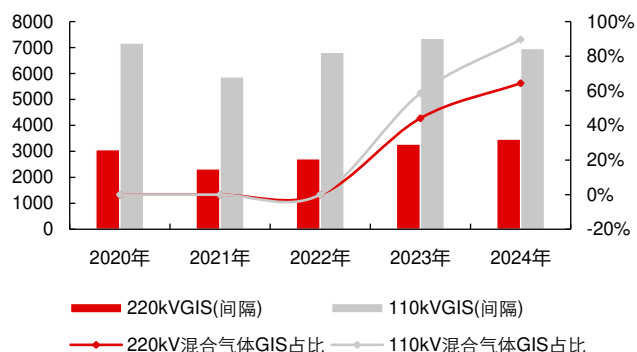
图 20：国网统招不同电压等级断路器绝缘介质应用情况



资料来源：国家电网，长江证券研究所

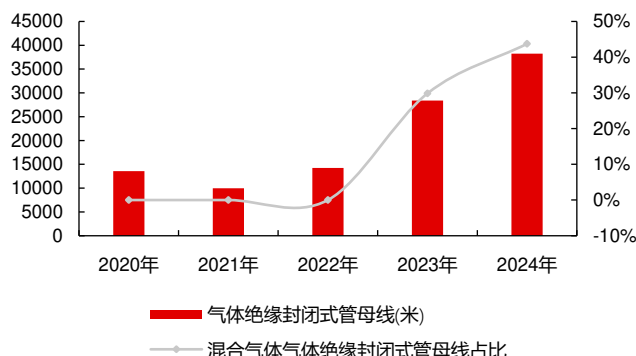
从组合电器绝缘方式看，SF6 与 N2 混合气体绝缘正逐步成为主要方向，2022 年，国网尚未采用 SF6 与 N2 混合气体绝缘的高压组合电器，2023 年起开始规模化采用 110kV 和 220kV 等级的混合气体 GIS，其中 2024 年 110kV 混合气体 GIS 应用占比已经达到 90%，但是目前，330kV 及以上电压等级的 GIS 仍全部采用 SF6 气体。

图 21: SF6 混合气体绝缘封闭式组合电器招标趋势



资料来源：国家电网，长江证券研究所

图 22: SF6 混合气体绝缘封闭式管母线招标趋势



资料来源：国家电网，长江证券研究所

变压器方面，高压变压器绝缘方式仍主流采用油浸式，但是根据绝缘油生产原料不同，可以分为矿物绝缘油、植物绝缘油（主要是代酯类，包括天然酯绝缘油、合成酯绝缘油）等，其中矿物绝缘油因成本低廉，是目前油浸式变压器的主流方案。但是，由于矿物油的易燃性、污染性等问题，目前，无毒无污染燃点高的植物绝缘油正逐步受到重视，其中天然酯相对合成酯而言，成本较低，提炼方便，渗透率有望进一步提升。自2012年起，南方电网广州供电局就开始立项研制植物绝缘油和植物绝缘油变压器，先后成功研制了具有自主知识产权的高稳定性植物绝缘油和10千伏-500千伏植物绝缘油变压器系列产品，其中我国首台220kV/240MVA植物油变压器于2021年顺利通过型式试验，我国首台全国产化500千伏植物绝缘油变压器于2024年顺利通过型式试验。目前，植物油变压器在我国整体渗透率仍然非常低。

图 23: 我国首台 220kV 植物油变压器



资料来源：南方电网广州局，长江证券研究所

图 24: 我国首台 500kV 植物油变压器



资料来源：南方电网广州局，长江证券研究所

除此之外，还有相当多的电气设备均有各自的技术升级趋势，比如高压非晶立体卷芯变压器、快速开断高压开关、晶闸管机械混合式分接开关、全国产化柔性直流输电换流阀用干式电容器等等，近期也有不少新型电气设备的国家标准正在拟定，预计可以为检测行业带来较大的增量空间。

表 5：正在首次制定的部分电气设备国家标准

标准号或计划号	标准名称	版本号	状态
GB/T 44179	交流电压高于 1000V 和直流电压高于 1500V 的变电站用空心支柱复合绝缘子 定义、试验方法和接收准则	2024	即将实施
20240100-T-604	高压直流输电用消能装置技术规范 第 1 部分：直流可控自恢复消能装置	/	正在征求意见
20241719-T-604	高压直流输电用消能装置技术规范 第 2 部分：交流可控自恢复消能装置	/	正在征求意见
20231758-T-524	特高压变压器用分接开关技术要求与试验方法	/	正在征求意见
20231503-T-604	柔性直流换流阀功率模块可靠性试验方法	/	正在征求意见
20242371-T-604	柔性直流用集成门极换流晶闸管（IGCT）阀	/	正在起草
20242277-T-604	柔性直流输电冷却设备	/	正在起草
20242055-T-604	高压直流开关设备和控制设备标准的共用技术要求	/	正在起草

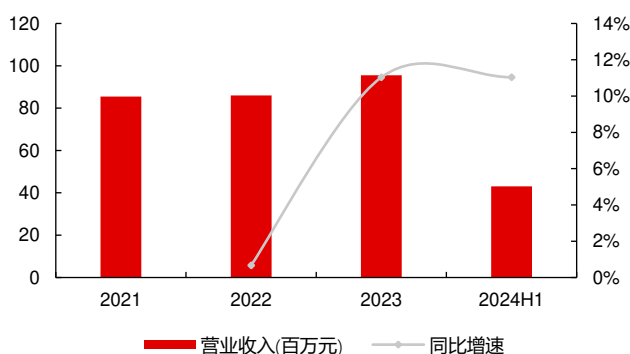
资料来源：全国标准信息公共服务平台，长江证券研究所

发展为矛，促进盈利加快扩张 持续推进资源整合，做强做大高压检测

➤ 收购沈变院，完善绕组类设备检测布局

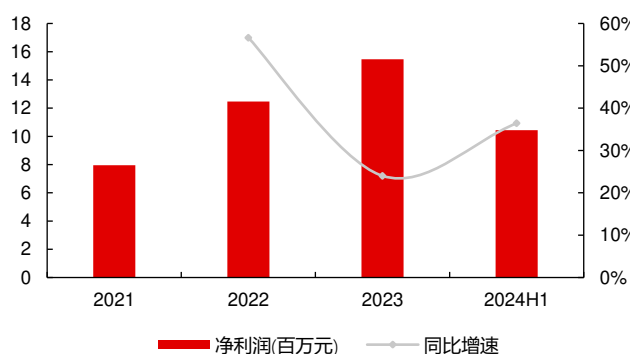
2021 年，于公司上市之前，为了加大对变压器产品检测服务的投资力度，公司收购沈阳变压器研究院有限公司（简称“沈变院”）100%的股权。沈变院成立于 1960 年，承担了全国变压器行业的标准制、修订和信息管理工作，国家变压器质量检验检测中心(CTQC)设立于沈变院。沈变院的收购大大增强了公司在变压器、电抗器、互感器等绕组类产品的检测能力，优化了公司在全国产能布局，使得公司的龙头地位进一步得到巩固。2023 年公司上市以来，沈变院营收保持 11% 的增长，利润保持 20% 以上的增长，取得了较好的经营成绩。

图 25：沈变院历年收入增长情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 26：沈变院历年净利润增长情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

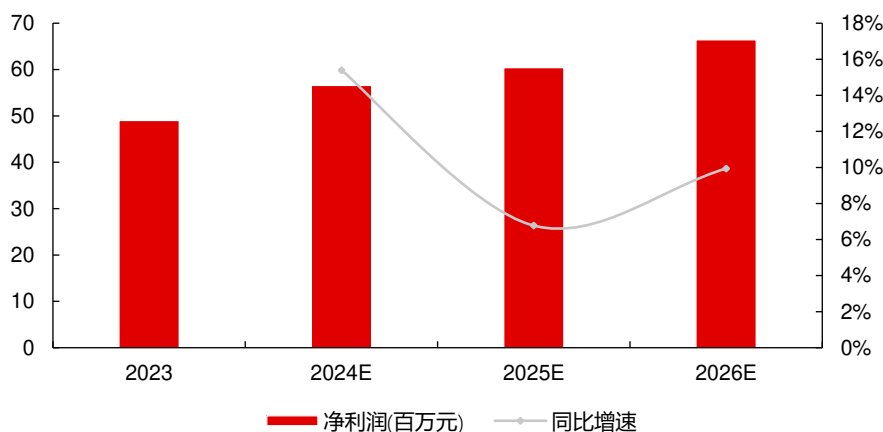
➤ 收购河高所，推进同业竞争解决承诺

为了进一步提升公司综合实力，公司于 2024 年完成对河南省高压电器研究所有限公司（简称“河高所”）的收购，以 45268 万元现金收购平高集团所持有的河高所 55% 股权，取得实际控制权，并纳入合并报表范围，平高集团继续持有河高所剩余的 45% 股权。

河高所创建于 1985 年，1993 年 5 月由原河南省机械工业厅与河南省科学技术委员会批准成立于郑州市，2007 年 8 月，整体搬迁至平顶山市。目前，公司的业务范围涵盖

高、中、低压电器产品的试验检测与试验技术研究，并面向社会开展型式试验、性能试验、设备抽检等试验检测业务。检测范围覆盖开关及配电变压器等多种电器产品，大容量试验能力满足 363kV 全套、420/550kV 部分试验，绝缘、热机和动热稳定试验能力已覆盖 1100kV 及以下全部开关电器产品。作为西高院的原直接竞争对手，本次收购较大程度的提高公司在开关检测市场的份额。

图 27：河高所未来三年业绩承诺情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

经过多次收购，公司已具备多地联动的发展模式，其中沈变院辐射东北华北地区，河高所辐射华中地区，常州公司辐射华东地区，青岛公司辐射华北地区，西高院本部辐射西北与西南地区，市场覆盖能力和产能均得到了进一步的提升。未来，随着市场竞争格局进一步优化以及公司外延式发展的需要，我们预计公司或有望进一步做大做强检测业务。

图 28：公司现已具备五大服务基地



资料来源：公司公告，长江证券研究所

加速拓宽检测范围，多点培育增长动能

当前，公司覆盖领域主要为传统高压类电气设备的检测服务，具有较高的市场占有率和龙头地位。但在新能源和新型电气设备领域，还有较大的增长空间。

新能源方面，公司募投项目包括“面向新能源系统的电气装备检测能力建设项目”，总投资 7905 万元，拟建设新能源储能试验室平台、风光储电网适应性测试平台、新能源汽

车充电桩移动检测平台等，完善在新能源领域的检测业务布局，把握我国能源绿色化、清洁化的行业机遇。

表 6：公司面向新能源系统的电气装备检测能力建设项目

建设项目	目标能力
新能源储能试验室平台	6MW 及以下风光储能变流器设备电性能检测平台
	电池充放电测试平台
	防孤岛测试平台
风光储电网适应性测试平台	10kV/35kV 8MW 移动式风光储能系统电网适应性检测
新能源汽车充电桩移动检测平台	电动汽车交直流充电设备现场检测技术

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 29：常州 7.5MW 大容量光储变流器电性能测试平台



资料来源：公司公告，长江证券研究所

新型电气设备方面，公司募投项目包括“立足电力系统新型电气装备及新需求检测能力改造提升项目”，总投资 20644.3 万元，拟对电力电子、电容器、大容量、电磁兼容、高电压检测室和变压器/互感器实验中心进行投资扩建，另外，拟建设核电、水电用大容量发电机断路器开断平台、海上柔直用系列电气设备型式试验平台和高压柔直关键组件试验平台，扩大服务范围，全面满足新型电力系统对高性能电气设备检测的需求。

2024 年 8 月，国际首台 31.5kV/210kA 环保型发电机快速断路器已经完成全套试验验证。该项目是国家重点研发计划“储能与智能电网”重点专项“高压大容量发电机快速断路器关键技术”课题 5“断路器样机集成设计与试验技术”的重要研究成果，由西高院公司牵头，西安交大、西开电气和宝光股份参与，该成果将全面支撑我国未来大型核电和水电发电机的应用。

图 30：国际首台 31.5kV/210kA 环保型发电机快速断路器已经完成全套试验验证



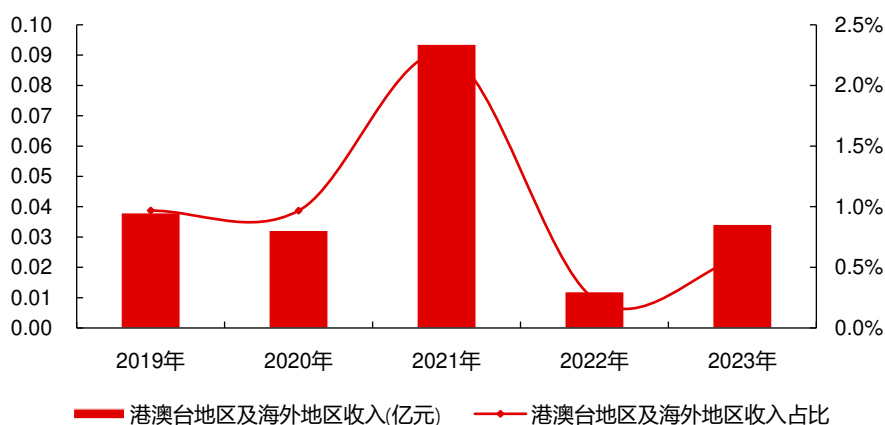
资料来源：公司公告，长江证券研究所

另外，截止 2024 年 6 月 30 日，公司在研项目“柔性直流输电用干式直流电容器性能参数及系统试验技术研究”已完成受理发明专利 1 件，获得 1 件软著登记证书，发表论文 1 篇，干式直流电容器换流阀组级工况验证平台试验见证方案论证评审，已开展第一批国产粒料电容器的耐久性试验和热稳定性试验新方案的研究。在研项目“中压直流断路器技术研究及试验能力建设”已经完成绝缘和温升试验。

积极开拓海外市场，打造一流国际品牌

公司目前的战略发展目标为打造集“标准、检测、计量、认证及技术咨询服务”为一体的电气装备国际化公共技术智慧服务平台，国际化已经成为公司战略级发展方向。从公司目前的海外收入来看，2023 年海外业务收入达到 342 万元，占主营业务收入的比重约为 0.59%，未来有较大的提升空间。

图 31：公司海外业务收入及其占主营业务收入的比重



资料来源：Wind，长江证券研究所

2024 年，公司海外业务开拓步伐有所加快。2024 年 8 月，公司应邀参加东盟地区最大的电力展——印尼电力及能源展览会，重点展示了公司在高压电器，变压器，绝缘子，避雷器，电容器等传统输配电设备检测以及新能源相关的试验能力，同时，公司参会人员还前往印尼国家电力公司实验室 PLN Pusertif 进行了走访，进一步提升了 XIHARI 品牌在印尼及整个东南亚地区的影响力。随后，公司又相继参加了第 6 届亚洲（泰国）国际电力及新能源展览会以及哈萨克斯坦第二十二届国际电力能源展览会，进一步拓展了东南亚、中亚及俄罗斯等地区未来业务的空间。

2024 年 9 月 27 日，公司收到迪拜水电局 DEWA 印发的书面文件，表示 XIHARI 已获得 DEWA 对高压 GIS 型式试验的直接认可，标志着西高院高压 GIS 的试验报告无需通过其他机构认证，能够直接应用于阿联酋迪拜电力行业，是公司国际化工作的重要一步。预计伴随着我国电力设备出海周期，公司主要业务在海外有望得到进一步的提升。

图 32：公司收到迪拜水电局 DEWA 印发的书面认可文件



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 33：公司年内多次参加国际电力展



资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资建议

综上所述，我们认为西高院作为国内高压电气设备检测行业龙头，竞争优势和市场地位十分稳固，电气设备检测市场空间或将深度受益于新型电力系统中新技术和新产品的大规模应用，同时，公司在资源整合、业务拓展、国际市场等方面持续发力，有望进一步提高公司的增长速度。我们预计公司 2024、2025 年归属母公司股东净利润分别为 2.35、2.75 亿元，对应 PE 分别为 22.6、19 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、国内电网建设速度不及预期：公司目前主要收入和利润来自于高压电气设备检测，与国内高压电网和大型电源基建项目建设密切相关，因此若国内电网建设发展速度不及预期，将影响检测业务的需求，进而影响公司业绩。
- 2、新产品新技术应用不及预期：公司检测业务快速起量周期为产业链新品导入周期，因此如果新产品新技术应用不及预期，可能对公司检测业务带来一定的影响，同时也影响公司其他技术服务业务的市场空间。
- 3、市场竞争加剧的风险：目前国内也存在少数竞争对手以及国际竞争对手，未来若市场竞争变得激烈，可能会影响产品价格和毛利率水平，进而影响公司的利润增长。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：在对公司进行盈利预测时，我们对公司的收入和毛利率进行了一定的假设，最终预计公司 2024、2025 年分别实现收入 7.90、9.36 亿元，实现归属母公司股东净利润 2.35、2.75 亿元。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，极端悲观假设下，若公司高压电气检测业务及新兴业务发展速度不及预期，则对应 2024、2025 年归属母公司股东净利润降低至 2、2.2 亿元。

表 7：公司利润敏感性分析

	基准情形			悲观情形		
	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
归属净利润（百万元）	162	235	275	162	200	220
增长率	25%	45%	17%	25%	23%	10%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	602	790	936	1100	货币资金	864	580	657	782
营业成本	315	390	457	535	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	287	399	478	566	应收账款	36	76	76	89
%营业收入	48%	51%	51%	51%	存货	54	65	76	88
营业税金及附加	11	14	17	20	预付账款	5	6	7	8
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	547	323	321	314
销售费用	14	17	20	23	流动资产合计	1506	1049	1137	1282
%营业收入	2%	2%	2%	2%	长期股权投资	33	31	29	27
管理费用	86	92	103	116	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	14%	12%	11%	11%	固定资产合计	826	865	815	765
研发费用	61	79	94	110	无形资产	103	108	113	118
%营业收入	10%	10%	10%	10%	商誉	24	101	101	101
财务费用	-8	-17	-12	-13	递延所得税资产	3	3	3	3
%营业收入	-1%	-2%	-1%	-1%	其他非流动资产	943	1143	1353	1559
加: 资产减值损失	-4	0	0	0	资产总计	3436	3300	3551	3855
信用减值损失	-2	-1	-1	-1	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	39	48	56	65
投资收益	31	39	47	55	预收账款	0	0	0	0
营业利润	182	293	340	409	应付职工薪酬	4	6	7	8
%营业收入	30%	37%	36%	37%	应交税费	12	16	19	22
营业外收支	0	0	0	0	其他流动负债	220	278	327	382
利润总额	182	293	340	409	流动负债合计	274	347	409	478
%营业收入	30%	37%	36%	37%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	20	32	37	45	应付债券	0	0	0	0
净利润	162	260	303	364	递延所得税负债	29	27	27	27
归属于母公司所有者的净利润	162	235	275	335	其他非流动负债	120	109	107	105
少数股东损益	0	26	27	29	负债合计	423	483	543	610
EPS (元)	0.59	0.74	0.87	1.06	归属于母公司所有者权益	3014	2791	2955	3163
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	0	26	53	82
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	3014	2816	3008	3245
经营活动现金流净额	263	330	422	477	负债及股东权益	3436	3300	3551	3855
取得投资收益收回现金	2	39	47	55	基本指标				
长期股权投资	1	2	2	2		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-75	-257	-80	-80	每股收益	0.59	0.74	0.87	1.06
其他	-730	69	-200	-200	每股经营现金流	0.83	1.04	1.33	1.51
投资活动现金流净额	-802	-146	-231	-223	市盈率	29.37	22.59	19.26	15.86
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.82	1.90	1.80	1.68
股权融资	1074	-363	0	0	EV/EBITDA	18.18	12.04	10.49	8.82
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	总资产收益率	4.7%	7.1%	7.8%	8.7%
筹资成本	-59	-95	-111	-127	净资产收益率	5.4%	8.4%	9.3%	10.6%
其他	-20	-10	-2	-2	净利率	27.0%	29.7%	29.4%	30.4%
筹资活动现金流净额	994	-468	-113	-129	资产负债率	12.3%	14.6%	15.3%	15.8%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	455	-284	78	125	总资产周转率	0.21	0.23	0.27	0.30

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。