

300820 CH  
Sichuan Injet Electric  
Rating: OUTPERFORM  
Target Price: Rmb86.86

Xiaofei Zhang  
xf.zhang@htisec.com

Yang Zhou  
y.zhou@htisec.com

Haofei Chen  
haofei.chen@htisec.com

## 首次覆盖：光伏收入确认仍有保障，2025E 半导体领域用射频电源有望高速增长

投资要点：2025E 半导体领域用射频电源产品有望开始快速增长。

- 工业电源领导者。**英杰电气主要专注于电力电子技术在工业各领域的应用，从事以功率控制电源、特种电源为代表的工业电源设备以及新能源汽车充电桩/站的研发、生产与销售。经过 20 多年的创新发展，成功研发了国内首台相应技术参数的全数字单晶炉加热直流电源、全球首台 36 对棒多晶硅还原炉电源、国内核电站功率控制器主要供应商等，创造了工业电源领域多项“首个”和“唯一”，已成为国内功率控制电源、特种工业电源设备的强势品牌供应商。
- 公司成长的新旧动能的转换关键期。**2024 年前三季度公司的订单约 14 亿元左右，同比有所下降，主要是光伏行业的订单下降较为明显，同比下降超过 50%；半导体电子材料行业的订单 3.28 亿元，同比增长超过 10%；其他行业（包括储能和充电桩）的订单 4.48 亿元，同比去年基本持平。我们认为公司接下来的发展重点包括但不限于：①、光伏设备电源的海外出口，以及光伏行业下游客户的海外建厂，如果有新设备投入便有新订单的需求；②、包括集成电路用设备在内的半导体电子材料用电源产品的不断扩大销售规模；③、新能源充电桩业务的成长等。
- 我们看好公司在射频电源领域的国产化替代进程，2025E 有望实现加速成长。**2024 年 3 月 21 日，四川英杰晨晖科技有限公司发生股权变更，嘉兴盛微投资管理合伙企业（有限合伙）、中微半导体设备（上海）股份有限公司新进成为公司股东，分别持有公司 4%、16% 的股份。我们认为，伴随中微半导体设备（上海）股份有限公司入股公司子公司成都英杰晨晖科技有限公司，双方的合作有利于推动射频电源国产化替代进程；双方会选择更加有利于公司的发展的方式，尽快提升国产射频电源的使用范围，这也是符合提升半导体行业国产化率的战略方向。
- 盈利预测及估值建议。**我们预计英杰电气 2024E-2026E 营收分别为 22.22 亿元、26.08 亿元、29.16 亿元，同比增 25.56%、17.35%、11.84%；归母净利润分别为 5.50 亿元、6.70 亿元、8.06 亿元，同比增 27.45%、21.82%、20.36%。结合可比公司估值，我们给予英杰电气 PE (2024E) 35x，合理市值 192.45 亿元，每股目标价 86.86 元/股，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**光伏行业持续低迷导致公司新签订单下滑明显、半导体领域的国产替代进程慢于预期、市场净化增加导致价格下滑压力加大、核心技术人员离职导致新产品研发进度放缓、中高端射频电源产品的研发难度大带来的技术突破具有不确定性等。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

### 主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (万元)	128257	176981	222210	260770	291645
(+/-)YoY(%)	94.3%	38.0%	25.6%	17.4%	11.8%
净利润 (万元)	33910	43142	54985	66983	80620
(+/-)YoY(%)	115.5%	27.2%	27.5%	21.8%	20.4%
全面摊薄 EPS(元)	1.53	1.95	2.48	3.02	3.64
毛利率(%)	39.1%	37.2%	40.7%	41.6%	43.4%
净资产收益率(%)	22.5%	20.1%	21.5%	21.5%	21.2%

资料来源：公司年报 (2022-2023)，HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

---

1. 英杰电气：工业电源的领导者.....	4
1.1 王军、周英怀为公司实际控制人，股权结构十分健康.....	4
1.2 英杰电气：工业电源领域的领跑者.....	5
1.3 光伏行业电源产品领导者，期待更多新产品在新领域的不断成长.....	6
1.4 深化和国内头部半导体设备公司的合作，加速射频电源产品国产替代.....	7
2. 财务表现：收入规模不断提升、盈利能力持续增强.....	8
3. 盈利预测与估值建议.....	10
4. 风险提示.....	11
财务报表分析和预测.....	13

## 图目录

图 1	英杰电气股权结构 (截止 24Q3)	4
图 2	英杰电气上市至今的 PE (盈利预测) 变化趋势	4
图 3	TPH 系列三相功率控制器	5
图 4	DS 系列 SCR 直流电源	5
图 5	PDE 水冷可编程电源	5
图 6	RLS 系列射频电源	5
图 7	JK 系列电动汽车交流充电桩	6
图 8	60-240kW iH1C 系列直流快速充电桩	6
图 9	24Q1-Q3 订单结构 (%)	7
图 10	英杰电气第 1000 台 PDB 电源交付仪式 (2017 年 10 月)	7
图 11	19Q1-24Q3 英杰电气季度收入	8
图 12	20Q1-24Q3 英杰电气季度扣非后归母净利润	8
图 13	19Q1-24Q3 英杰电气季度销售毛利率	8
图 14	19Q1-24Q3 英杰电气季度销售净利率	8
图 15	24H1 英杰电气的收入结构	9
图 16	2015-2023 公司来自光伏行业的收入情况	9
图 17	2015-2023 公司来自半导体电子材料行业的收入情况	9
图 18	2015-24H1 不同应用领域的产品毛利率	9

## 表目录

表 1	英杰电气 2024E-2026E 分业务预测	11
表 2	可比公司估值表	11

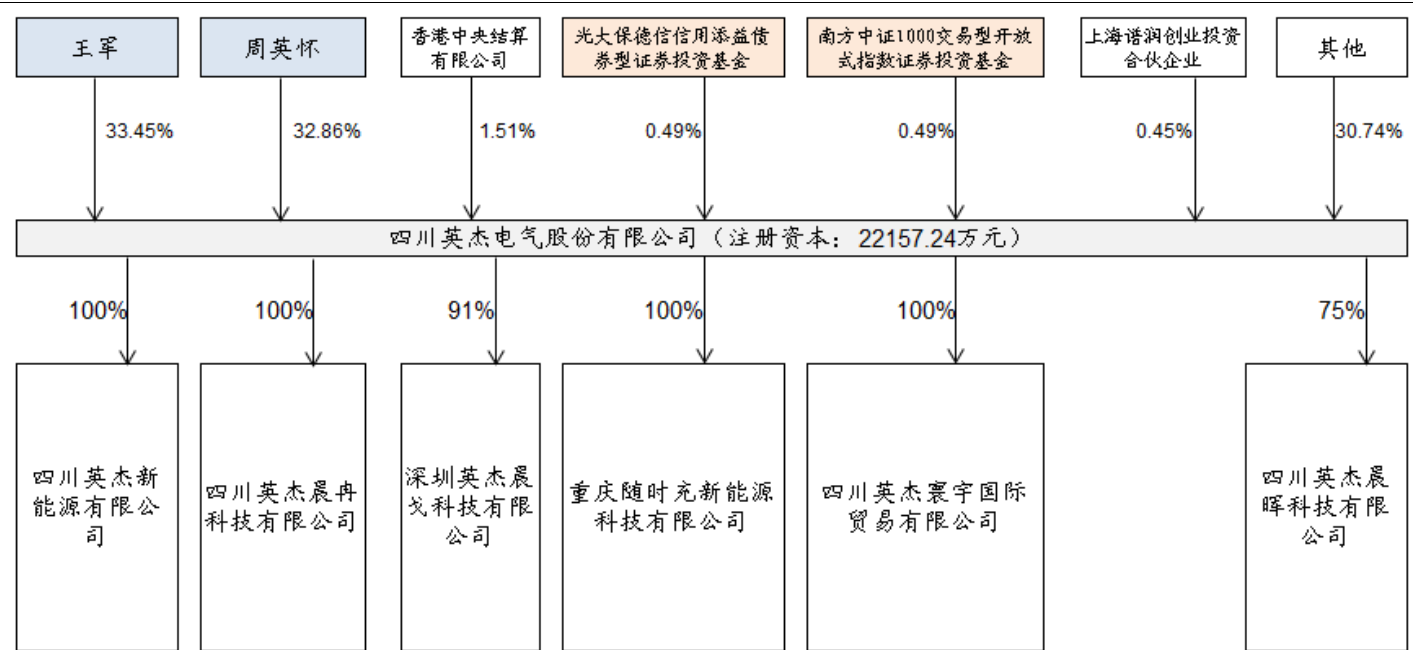
## 1. 英杰电气：工业电源的领导者

### 1.1 王军、周英怀为公司实际控制人，股权结构十分健康

四川英杰电气股份有限公司（以下简称为“英杰电气”）成立于1996年1月16日，2020年2月13日实现创业板上市（300820.SZ），目前注册资本金2.22亿元。

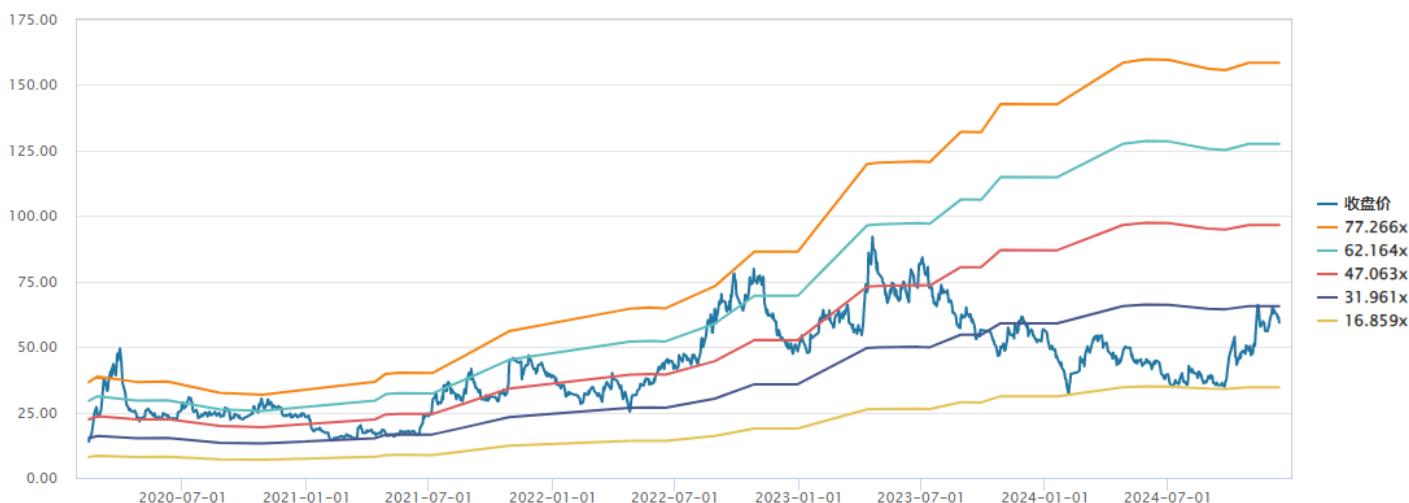
英杰电气上市以来直接募资合计7.83亿元，其中IPO上市首发募资5.33亿元、定向增发2.5亿元。公司2020年2月13日IPO上市，发行价格33.66元/股，发行市盈率为18.98倍。截止2024.09.30流通股为11098.4万股，剩余限售股数11058.84万股，主要是股权激励限售股份。至今，公司进行过2次限制性股票激励计划，分别是2021年限制性股票激励计划、2023年限制性股票激励计划。

图1 英杰电气股权结构（截止24Q3）



资料来源：英杰电气2023年年报、Wind、天眼查，HTI

图2 英杰电气上市至今的PE（盈利预测）变化趋势



资料来源：Wind，HTI

**王军、周英怀为公司实际控制人，两位合计持有英杰电气 66.31%股份。**除此之外，公司的股权结构中包含香港中央结算有限公司、债券型投资基金、指数型投资基金、私募股权投资机构等，我们认为股权结构十分健康且稳定、不存在太多的小非减持等情况。

通过查看 Wind 披露的 PE-PB Band，可以看到公司的 PE（盈利预测）今年以来一直处于 30 倍以下，年内低点是 2024 年 2 月已经快接近 10 倍左右；2024.09.24 以来伴随股价的不断上升，PE（盈利预测）随之上升，截止 2024.12.13 的 PE 为 28.93 倍。

## 1.2 英杰电气：工业电源领域的领跑者

英杰电气主要专注于电力电子技术在工业各领域的应用，从事以功率控制电源、特种电源为代表的工业电源设备以及新能源汽车充电桩/站的研究、生产与销售。

- 功率控制电源。**公司的功率控制电源产品主要应用于光伏（多晶硅、单晶硅、电池片）生产设备、半导体电子材料生产设备以及其他工业制造设备，包括功率控制器和功率控制电源系统。①、功率控制器，是一种以 MOS 管、晶闸管、IGBT 为基础，以智能数字控制电路为核心的电源功率控制器件；②、功率控制电源系统，以功率控制器为核心，配以相应的检测控制设备，用以实现电热温度、电压、电流、功率的控制，并具有完善的检测和保护功能的电气控制系统。

图3 TPH 系列三相功率控制器



资料来源：英杰电气 2023 年报，HTI

图4 DS 系列 SCR 直流电源



资料来源：英杰电气 2023 年报，HTI

- 特种电源。**公司生产的特种电源主要有直流编程电源、加速器电源、中高频感应电源、高压电源、微波电源、射频电源、固态调制器系统等，主要应用于半导体、激光、医疗环保等行业，电子枪、微波加热、杀菌、等离子喷涂、真空熔炼等特种工业领域，以及航空航天等科研领域等。

图5 PDE 水冷可编程电源



资料来源：英杰电气 2023 年报，HTI

图6 RLS 系列射频电源



资料来源：英杰电气 2023 年报，HTI

- **新能源汽车充电桩。**公司基于自身工业电源技术的平台优势，扩展了新能源汽车充电桩电源模块及充电桩/站研发及制造业务，并自主设计开发了一系列满足不同功率需求的电动汽车充电设备，为客户提供电动汽车充电设备的系列解决方案。子公司英杰新能源专门从事公司新能源汽车充电桩相关业务。

**图7 JK 系列电动汽车交流充电桩**


资料来源：英杰电气 2023 年报，HTI

**图8 60-240kW iH1C 系列直流快速充电桩**


资料来源：英杰电气 2023 年报，HTI

英杰电气经过 20 多年的创新发展，成功研发了国内首台相应技术参数的全数字单晶炉加热直流电源、全球首台 36 对棒多晶硅还原炉电源、国内核电站功率控制器主要供应商等，创造了工业电源领域多项“首个”和“唯一”，已成为国内功率控制电源、特种工业电源设备的强势品牌供应商。

### 1.3 光伏行业电源产品领导者，期待更多新产品在新领域的不断成长

(1)、电源产品。按照应用领域分，英杰电气的电源产品可以应用于：

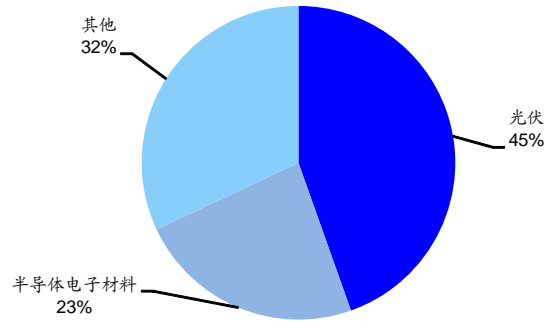
- **光伏。**多晶硅、单晶硅、电池片生产设备等；公司的电源产品在还原提纯、晶体生长环节均有应用，从 2005 年进入光伏行业开始，经过十几年发展打破了国外产品对于中国市场的垄断，在光伏行业的市场占有率常年保持在 70% 以上。除了多晶、单晶电源应用外，公司针对 TOPCON、HJT 两种技术路线晶硅电池片生产设备用电源也有新产品进行测试，运用于 TOPCON 行业的中频溅射电源订单在 23Q4 开始放量。
- **新能源。**新能源汽车充电桩、制氢、核电等；
- **半导体。**以刻蚀、薄膜沉积、离子注入、电子级多晶硅、半导体用单晶硅、碳化硅晶体、LED 用蓝宝石、LED 外延片等生产设备；
- **其他电子材料。**光纤拉丝、化成、腐蚀、电子铜（铝）箔等生产设备；
- **公共事业。**重离子加速器、环境治理、辐照等高端设备；
- **科研实验。**航空航天、涡轮试验、核聚变装置、空间环境等精密设备；
- **传统工业。**工业电炉、玻璃玻纤制造、钢铁冶金等工业设备；

(2)、新能源汽车充电桩。公司全资子公司四川英杰新能源有限公司研发制造新能源汽车充电桩，2023 年度新获授权专利 17 件，软件著作权 2 件，目前已经取得充电桩相关授权专利 53 件，软件著作权 4 件。2023 年 6 月，英杰新能源获得了“2023 中国充换电行业十大优秀供应商品牌”，“2023 中国充换电行业十大质量卓越奖”。

开发的“充电桩集成功率控制器”，通过创新设计，为长距离分散型充电站的运维服务提供了高效的解决方案；

开发的交流充电桩为国内首台通过美国 UL 认证的交流充电桩产品，目前产品已经出口全球 60 余个国家。

图9 24Q1-Q3 订单结构 (%)



资料来源：《英杰电气投资者关系管理信息 20241030》，HTI  
备注：其他行业的订单包括储能和充电桩的订单，特此说明。

根据《英杰电气投资者关系管理信息 20241030》披露，2024 年前三季度的订单约 14 亿元左右，同比有所下降，主要是光伏行业的订单下降较为明显，同比下降超过 50%；半导体电子材料行业的订单 3.28 亿元，同比增长超过 10%；其他行业（包括储能和充电桩）的订单 4.48 亿元，同比去年基本持平。

我们认为公司接下来的发展重点包括但不限于：①、光伏设备电源的海外出口，以及光伏行业下游客户的海外建厂，如果有新设备投入便有新订单的需求；②、包括集成电路用设备在内的半导体电子材料用电源产品的不断扩大销售规模；③、新能源充电桩业务的成长等。

#### 1.4 深化和国内头部半导体设备公司的合作，加速射频电源产品国产替代

特种电源产品方面，公司 2015 年成功研发出国内首台专用于 LED 外延片生产设备的 PD 系列编程直流电源，实现产品定型并投入小批量生产；2016 年完成技术升级；2017 年开始大批量生产并实现进口替代，成为中微半导体开发生产的 MOCVD 设备提供配套的特种电源产品国内供应商。

2017 年，公司模块化编程电源全面投入使用产品批量应用于半导体行业，下图为 2017 年 10 月中微公司第 1000 台 PDB 电源交付仪式。

图10 英杰电气第 1000 台 PDB 电源交付仪式 (2017 年 10 月)



资料来源：全景网，HTI

随着公司与头部半导体设备企业深度合作，相关半导体电源产品进入设备供应量，为公司电源产品在半导体设备行业的应用提供了广阔的空间。

根据天眼查显示，2024年3月21日，四川英杰晨晖科技有限公司发生股权变更，嘉兴盛微投资管理合伙企业（有限合伙）、中微半导体设备（上海）股份有限公司新进成为公司股东，分别持有公司4%、16%的股份。

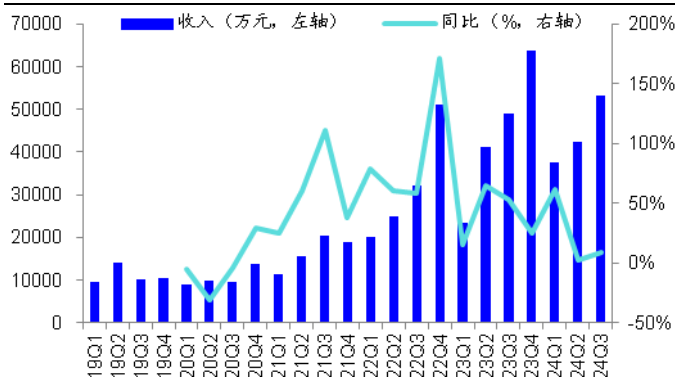
**我们认为，伴随中微半导体设备（上海）股份有限公司入股公司子公司成都英杰晨晖科技有限公司，双方的合作有利于推动射频电源国产化替代进程；双方会选择更加有利于公司的发展的方式，尽快提升国产射频电源的使用范围，这也是符合提升半导体行业国产化率的战略方向。**

## 2. 财务表现：收入规模不断提升、盈利能力持续增强

英杰电气的季度收入呈现逐年上升的趋势，尤其从2022年开始增加更为明显。单季度收入从19Q1的9604.23万元增长至24Q3的53194.39万元。近2年，公司四季度的收入在全年总收入中的占比最大，其中23Q4单季度创下了近年来的新高达63733.27万元。

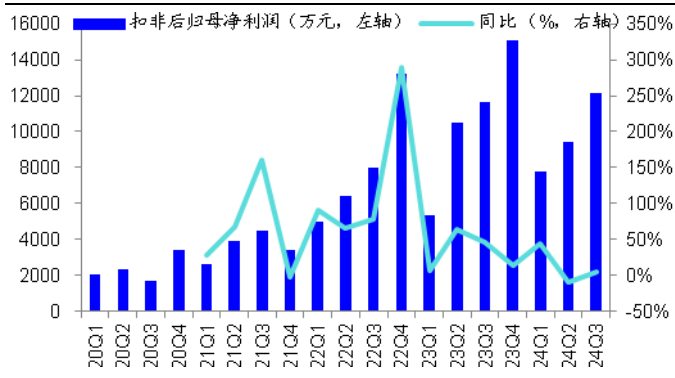
与此同时，公司的季度扣非后归母净利润也不断增加。单季度的扣非后归母净利润从20Q1的2031.89万元增长至24Q3的12154.34万元。

图11 19Q1-24Q3 英杰电气季度收入



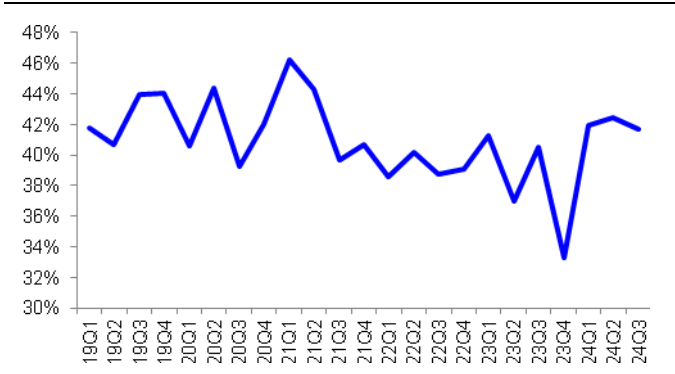
资料来源：Wind, HTI

图12 20Q1-24Q3 英杰电气季度扣非后归母净利润



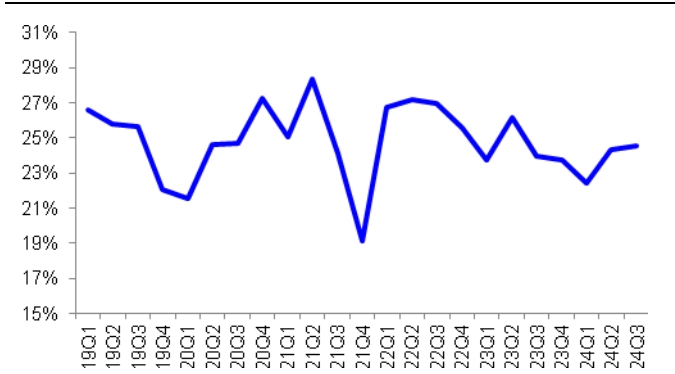
资料来源：Wind, HTI

图13 19Q1-24Q3 英杰电气季度销售毛利率



资料来源：Wind, HTI

图14 19Q1-24Q3 英杰电气季度销售净利率



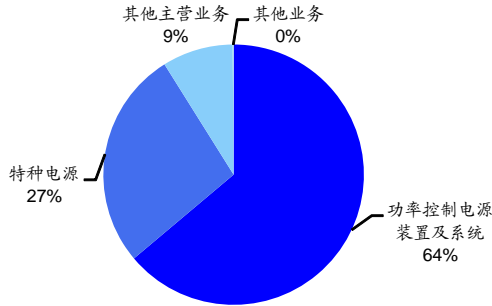
资料来源：Wind, HTI



销售毛利率在 21Q1 达到阶段性高点 46.25% 后有所下滑, 近 1 年来有开始有所提升, 24Q1、24Q2、24Q3 的销售毛利率分别为 41.96%、42.47%、41.68%。

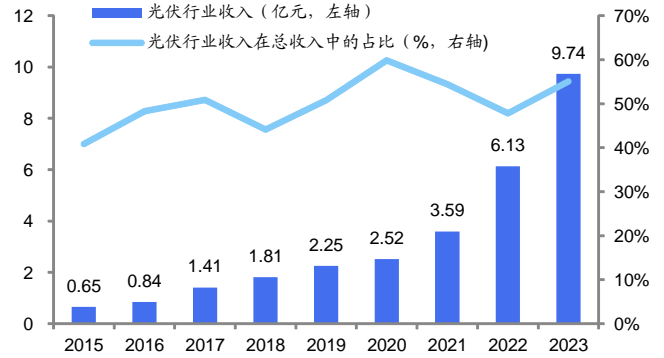
销售净利率的走势与销售毛利率的走势略有不同, 在 21Q4 创近年来最低为 19.12%, 而后略有回升, 目前公司的销售净利率稳定在 24% 左右。24Q1、24Q2、24Q3 公司的销售净利率分别为 22.40%、24.36%、24.55%。

图15 24H1 英杰电气的收入结构



资料来源: Wind, HTI

图16 2015-2023 公司来自光伏行业的收入情况

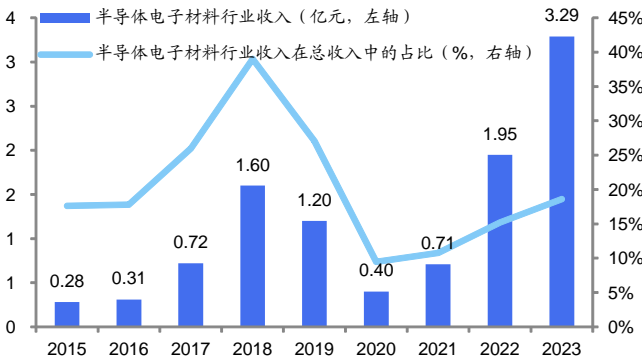


资料来源: Wind, HTI

根据 Wind 数据, 功率控制电源装置及系统的收入占比为 64%, 特种电源的收入占比为 27%。

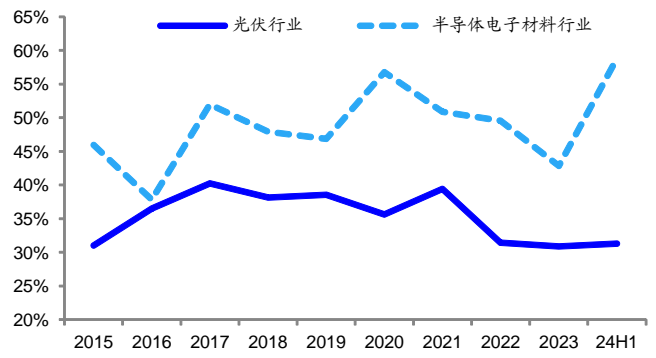
年度收入按下游应用领域来看, 公司来自光伏行业的收入从 2015 年的 0.65 亿元逐年增加, 到 2023 年的 9.74 亿元, 在总收入中的占比为 55.03%。来自半导体电子材料行业的收入 2021 年、2022 年、2023 年、24H1 分别为 0.71 亿元、1.95 亿元、3.29 亿元和 1.85 亿元, 在总收入中的占比分别为 10.76%、15.20%、18.59%, 逐年提高。

图17 2015-2023 公司来自半导体电子材料行业的收入情况



资料来源: Wind, HTI

图18 2015-24H1 不同应用领域的产品毛利率



资料来源: Wind, HTI

2021 年、2022 年、2023 年、24H1 来自光伏行业的产品毛利率分别为 39.44%、31.44%、30.89%、31.31%, 整体呈现不断下滑的趋势; 来自半导体电子材料行业的产品毛利率分别为 50.86%、49.55%、42.84%、58.81%, 相较光伏行业的毛利率有较大幅度的提升。

**截止 2024.09.30 公司的在手订单为 30 亿元, 仍处于历史较高的水平, 我们认为较高的在手订单水平将为公司 25H1 的收入确认提供较为扎实的订单保障。与此同时, 目前公司正处于关键的成长动能转换期, 伴随公司不断开拓海外光伏电源产品市场的同时, 半导体电子材料行业用电源产品 (毛利率水平显著高于光伏行业用电源产品)、新能源充电桩产品若能实现进一步增长, 公司有望持续保持盈利能力 (利润水平) 的不断增长。**

### 3. 盈利预测与估值建议

英杰电气主要专注于电力电子技术在工业各领域的应用，从事以功率控制电源、特种电源为代表的工业电源设备以及新能源汽车充电桩/站的研发、生产与销售。公司 2022 年、2023 年分别实现收入 12.83 亿元、17.70 亿元，同比增长 94.34%、37.99%；归母净利润分别为 3.39 亿元、4.31 亿元，同比增长 115.47%、27.23%。按应用领域分，2023 年来自光伏、半导体电子材料、其他行业的收入分别为 9.74 亿元、3.29 亿元、4.65 亿元，同比增长 58.77%、69.35%、-1.76%，毛利率分别为 30.89%、42.84%、46.61%，

我们预计英杰电气 2024E-2026E 营收分别为 22.22 亿元、26.08 亿元、29.16 亿元，同比增 25.56%、17.35%、11.84%；归母净利润分别为 5.50 亿元、6.70 亿元、8.06 亿元，同比增 27.45%、21.82%、20.36%。我们对公司的业务分项进行如下盈利预测：

(1)、光伏业务。公司 2022 年、2023 年来自光伏行业的收入分别为 6.13 亿元、9.74 亿元，同比增长 70.67%、58.77%；毛利率分别为 31.44%、30.89%；产品销量分别为 19640 台、24179 台。

2024 年前三季度光伏行业的订单同比下降超过 50%。细分行业来看，多晶行业同比去年基本持平，从销售区域上来看，绝大部分多晶订单来自于海外；光伏行业订单下降主要是在单晶行业，当前国内市场仍然处于比较低迷的状态，但是海外市场还是有一些机会的，公司正在积极争取海外订单，通过外贸类的子公司，积极推进海外业务，包括光伏设备电源海外出口，今年已经取得了一定的业绩。同时公司光伏行业下游客户的海外建厂，如果有新设备投入，公司可能会因此有订单，目前还需要等待。

考虑到截止 24Q3 底公司在手订单为 30 亿元，仍处于历史较高的水平。24Q3 光伏行业单季度确认收入约 2.3 亿元，公司正在抓紧光伏行业订单的确收工作，争取 24Q4E 能有更多的确收和收款。当前光伏行业中的硅料硅片行业确实还是比较低迷，所以确收、收款将是 2024E 业绩是否增长，增长比例如何的关键因素。

我们认为公司 2024E 来自光伏行业的收入在确收、收款方面的保障下仍能维持正增长，但考虑到 2024 全年新签订单的下滑，以及我们预估光伏行业的好转可能在 25H2E，公司 2025E、2026E 来自光伏行业的收入增长将面临一定压力。我们预估公司 2024E、2025E、2026E 来自光伏行业的收入增速分别为 20.75%、1.85%、-17.55%，毛利率分别为 31.35%、31.00%、30.50%。

(2)、半导体电子材料业务。公司 2022 年、2023 年来自半导体电子材料行业的收入分别为 1.95 亿元、3.29 亿元，同比增长 175.29%、69.35%；毛利率分别为 49.55%、42.84%；产品销量分别为 10661 台、21924 台。公司 24H1 来自半导体电子材料行业的毛利率高达 58.81%。

截止 24Q3 底，公司来自半导体电子材料行业的订单 3.28 亿元，同比增长超过 10%，占比达到了 23%，相比去年 14%左右的占比，提升 9 个百分点。且 2024 年 3 月中微半导体设备（上海）股份有限公司入股公司子公司成都英杰晨晖科技有限公司，双方的合作有利于推动射频电源国产化替代进程，我们认为公司在半导体电子材料行业的收入将实现快速增长。

我们预估公司 2024E、2025E、2026E 来自半导体电子材料业务的收入增速分别为 54.00%、55.25%、49.50%，毛利率分别为 58.00%、56.00%、54.00%。

(3)、其他行业领域。公司 2022 年、2023 年来自其他行业领域的收入分别为 4.73 亿元、4.65 亿元，同比增长 106.22%、-1.76%；毛利率分别为 44.92%、46.61%。

我们预估公司 2024E、2025E、2026E 来自其他行业领域的收入增速分别为 15.50%、15.50%、20.75%，增长点主要来自光电子、工业、激光、航空航天等领域；毛利率分别为 45.00%、44.00%、44.00%。

(4)、其他业务。公司 2022 年、2023 年来自其他业务的收入分别为 131.51 万元、148.32 万元，同比增长 250.60%、12.78%；毛利率分别为 10.50%、10.24%。

我们预估公司 2024E、2025E、2026E 来自其他业务的收入增速分别为 15.00%、15.00%、15.00%，毛利率分别为 10.24%、10.24%、10.24%。

表 1 英杰电气 2024E-2026E 分业务预测

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
光伏行业	收入 (百万元)	613.35	973.85	1175.92	1197.67	987.48
	yoy	70.67%	58.77%	20.75%	1.85%	-17.55%
	毛利率	31.44%	30.89%	31.35%	31.00%	30.50%
半导体电子材料行业	收入 (百万元)	194.56	329.49	507.41	787.76	1177.69
	yoy	175.29%	69.35%	54.00%	55.25%	49.50%
	毛利率	49.55%	42.84%	58.00%	56.00%	54.00%
其他行业领域	收入 (百万元)	473.34	464.99	537.06	620.31	749.02
	yoy	106.22%	-1.76%	15.50%	15.50%	20.75%
	毛利率	44.92%	46.61%	45.00%	44.00%	44.00%
其它业务	收入 (百万元)	1.32	1.48	1.71	1.96	2.26
	yoy	250.60%	12.78%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	10.50%	10.24%	10.24%	10.24%	10.24%
合计	收入 (百万元)	1282.57	1769.81	2222.10	2607.70	2916.45
	yoy	94.34%	37.99%	25.56%	17.35%	11.84%
	毛利率	39.14%	37.23%	40.72%	41.63%	43.44%

资料来源: Wind、英杰电气 2021/2022/2023 年报、英杰电气 2024 半年报, HTI 测算

考虑到 A 股没有完全与公司主营业务相同的可比公司, 选取同为半导体零部件领域的新莱应材、江丰电子、富创精密作为可比公司。基于 PE (2024E) 估值方法, 结合可比公司估值水平, 考虑到公司目前业务收入中有接近一半左右来自光伏行业、2025E 及以后来自半导体电子材料行业的收入有望不断增长, 我们给予公司 PE (2024E) 35x, 合理市值 192.45 亿元, 每股目标价 86.86 元/股, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
300260.SZ	新莱应材	103.99	0.58	0.73	1.08	43.97	34.97	23.61	3.35
300666.SZ	江丰电子	188.44	0.96	1.36	1.80	73.98	52.19	39.46	5.50
688409.SH	富创精密	175.88	0.81	0.95	1.40	70.49	60.37	40.74	5.54
603324.SH	盛剑科技	39.61	1.35	1.29	1.69	32.72	28.02	18.91	1.95
	平均值		0.93	1.08	1.49	55.29	43.89	30.68	4.08

注: 收盘价为 2024 年 12 月 17 日价格, EPS 为 wind 一致预期  
资料来源: Wind, HTI

## 4. 风险提示

光伏行业持续低迷导致公司新签订单下滑明显、半导体领域的国产替代进程慢于预期、市场净化增加导致价格下滑压力加大、核心技术人员离职导致新产品研发进度放缓、中高端射频电源产品的研发难度大带来的技术突破具有不确定性等。

公司主要从事功率控制系统装置为代表的工业自动化控制产品的研发、生产、销售，为国内光伏、LED 新光源、核电、玻璃玻纤、冶金、石油化工等多个行业提供优良功率控制和其他自动化控制设备。公司独立自主开发的 12 对棒多晶硅还原炉电源、24 对棒多晶硅还原炉电源、全国第一套 36 对棒、全国第一套 40 对棒多晶硅还原炉电源获得市场认可；独立开发的多晶硅还原电源系统被列为 2008 年度四川省重点技术创新项目。公司多项产品已通过国家 3C 认证及欧盟 CE 认证，参与电熔焊机国家标准的起草工作。公司是中国电源学会会员、中国光学光电子行业协会液晶分会会员单位，先后多次获“高新技术企业”“四川省重点技术创新项目”“四川省自主知识产权优势培育企业”等荣誉。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
王军	34.2900
周英怀	33.7800
招商银行股份有限公司-银河创新成长混合型证券投资基金	1.3900
招商银行股份有限公司-东方阿尔法优势产业混合型发起式证券投资基金	0.6200
中国工商银行-银河银泰理财分红证券投资基金	0.4900
上海谱润创业投资合伙企业(有限合伙)	0.4700
中国农业银行股份有限公司-新华策略精选股票型证券投资基金	0.4400
中国建设银行股份有限公司-银河行业优选混合型证券投资基金	0.3800
中国工商银行股份有限公司-汇添富移动互联股票型证券投资基金	0.3600
中国农业银行股份有限公司-新华优选分红混合型证券投资基金	0.3400
合 计	72.5600

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>176981</b>	<b>222210</b>	<b>260770</b>	<b>291645</b>
每股收益	1.95	2.48	3.02	3.64	营业成本	111100	131730	152214	164952
每股净资产	9.74	11.52	14.09	17.16	毛利率%	37.2%	40.7%	41.6%	43.4%
每股经营现金流	0.63	3.27	4.22	4.08	营业税金及附加	1407	1444	1695	1896
每股股利	0.40	0.51	0.62	0.74	营业税金率%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>价值评估(倍)</b>					营业费用	6446	9111	10431	11666
P/E	28.69	22.51	18.48	15.36	营业费用率%	3.6%	4.1%	4.0%	4.0%
P/B	5.74	4.85	3.97	3.26	管理费用	5283	6666	7823	8749
P/S	6.95	5.57	4.75	4.24	管理费用率%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
EV/EBITDA	23.52	16.90	13.24	10.54	EBIT	49354	62293	74975	88869
股息率%	<b>0.7%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.3%</b>	财务费用	-407	-573	-1615	-3310
<b>盈利能力指标(%)</b>					财务费用率%	-0.2%	-0.3%	-0.6%	-1.1%
毛利率	37.2%	40.7%	41.6%	43.4%	资产减值损失	-593	-680	-905	-1050
净利润率	24.4%	24.7%	25.7%	27.6%	投资收益	644	889	782	875
净资产收益率	20.1%	21.5%	21.5%	21.2%	<b>营业利润</b>	<b>49869</b>	<b>62580</b>	<b>76271</b>	<b>91828</b>
资产回报率	12.8%	13.1%	13.6%	14.2%	营业外收支	-206	285	319	351
投资回报率	19.6%	20.9%	20.7%	20.2%	<b>利润总额</b>	<b>49663</b>	<b>62866</b>	<b>76590</b>	<b>92179</b>
<b>盈利增长(%)</b>					EBITDA	51956	67933	81154	95845
营业收入增长率	38.0%	25.6%	17.4%	11.8%	所得税	6540	7858	9574	11522
EBIT增长率	30.1%	26.2%	20.4%	18.5%	有效所得税率%	13.2%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润增长率	27.2%	27.5%	21.8%	20.4%	少数股东损益	-18	22	34	36
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>43142</b>	<b>54985</b>	<b>66983</b>	<b>80620</b>
资产负债率	44.9%	43.6%	41.4%	36.9%					
流动比率	2.08	2.15	2.27	2.55	<b>资产负债表(万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
速动比率	0.78	0.99	1.27	1.58	货币资金	44121	94814	168594	232824
现金比率	0.26	0.49	0.78	1.07	应收账款及应收票据	39832	45933	52223	53892
<b>经营效率指标</b>					存货	183811	189596	175998	166898
应收账款周转天数	44.08	52.16	50.23	48.45	其它流动资产	88296	85928	95798	101836
存货周转天数	544.33	510.24	432.33	374.18	流动资产合计	356061	416271	492612	555450
总资产周转率	0.52	0.53	0.53	0.51	长期股权投资	201	1052	2052	3552
固定资产周转率	11.23	10.40	10.90	10.41	固定资产	20255	22492	25374	30667
					在建工程	1758	2413	2856	3375
					无形资产	4901	4524	4141	3767
					非流动资产合计	33435	36339	40203	47000
<b>现金流量表(万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>资产总计</b>	<b>389496</b>	<b>452610</b>	<b>532815</b>	<b>602450</b>
净利润	43142	54985	66983	80620	短期借款	2000	2000	2000	1850
少数股东损益	-18	22	34	36	应付票据及应付账款	25530	31103	33825	34365
非现金支出	4605	6680	7379	8567	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-1356	-1033	-884	-996	其它流动负债	143807	160290	180841	181836
营运资金变动	-32401	11847	19963	2186	流动负债合计	171337	193393	216667	218051
<b>经营活动现金流</b>	<b>13972</b>	<b>72502</b>	<b>93474</b>	<b>90413</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-12315	-5794	-5131	-7819	其它长期负债	3659	3889	3989	4055
投资	-2200	-1350	-1450	-2350	非流动负债合计	3659	3889	3989	4055
其他	711	1335	716	789	<b>负债总计</b>	<b>174996</b>	<b>197282</b>	<b>220656</b>	<b>222106</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-13804</b>	<b>-5810</b>	<b>-5865</b>	<b>-9380</b>	实收资本	22029	22157	22157	22157
债权募资	0	430	100	-84	归属于母公司所有者权益	214486	255293	312090	380239
股权募资	25565	128	0	0	少数股东权益	14	36	69	106
其他	-7796	-16484	-13929	-16719	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>389496</b>	<b>452610</b>	<b>532815</b>	<b>602450</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>17769</b>	<b>-15926</b>	<b>-13829</b>	<b>-16803</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>17968</b>	<b>50693</b>	<b>73779</b>	<b>64230</b>					

备注：(1)表中计算估值指标的收盘价日期为12月17日；(2)以上各表均为简表

资料来源：公司年报(2023)，HTI

## APPENDIX 1

## Summary

## Investment Highlights:

RF power products for the semiconductor sector are expected to grow rapidly by 2025E. As a leader in industrial power, Sichuan Injet Electric focuses on power electronics in various industrial applications, including power control and special power equipment, as well as NEV charging stations. Over 20 years, it has developed the first domestic digital single crystal furnace DC power supply and the world's first 36-pair rod polysilicon reduction furnace power supply, becoming a strong brand in power control and special industrial power equipment.

The company is at a critical transition of growth drivers. In the first three quarters of 2024, orders were approximately RMB 1.4 billion, down YoY, mainly due to a significant drop in PV industry orders by over 50%. Semiconductor electronic materials orders were RMB 328 million, up over 10% YoY. Orders from other sectors, including energy storage and charging poles, were RMB 448 million, flat YoY. Future focus includes: 1) Export of PV equipment power and overseas factory setups by downstream PV clients; 2) Expanding sales of power products for semiconductor electronic materials, including integrated circuit equipment; 3) Growth in NEV charging pole business.

We are optimistic about the domestic substitution process in the RF power sector, expecting accelerated growth by 2025E. On March 21, 2024, Sichuan Injet Morning Technology Co., Ltd. underwent equity changes, with Jiaying Shengwei Investment Management Partnership and Shenzhen China Micro Semicon Co., Ltd. acquiring 4% and 16% stakes, respectively. This partnership is expected to advance the domestic substitution of RF power, aligning with the strategy to increase the localization rate in the semiconductor industry.

Profit Forecast and Valuation: We project Sichuan Injet Electric's 2024E-2026E revenue at RMB 2.22 billion, RMB 2.61 billion, and RMB 2.92 billion, with YoY growth of 25.56%, 17.35%, and 11.84%. Net profit attributable to shareholders is expected to be RMB 550 million, RMB 670 million, and RMB 806 million, with YoY growth of 27.45%, 21.82%, and 20.36%. Based on comparable company valuations, we assign a PE (2024E) of 35x, a reasonable market capitalization of RMB 19.25 billion, and a target price of RMB 86.86 per share, initiating coverage with an 'Outperform' rating.

Risk Warning: Risks include continued PV industry downturn affecting new orders, slower-than-expected domestic substitution in semiconductors, increased market competition leading to price pressure, potential departure of key technical staff slowing new product development, and high R&D difficulty in mid-to-high-end RF power products leading to uncertain technological breakthroughs.

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，张晓飞，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xiaofei Zhang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，周扬，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yang Zhou, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，陈昊飞，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Haofei Chen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

### 评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

#### 分析师股票评级

**优于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

**中性**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform,

### 评级分布 Rating Distribution

Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

#### Analyst Stock Ratings

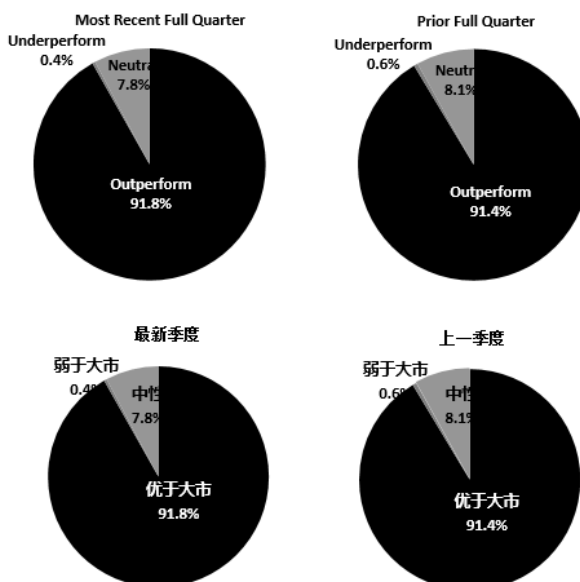
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

## Ratings Distribution



#### 截至 2024 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.8%	7.8%	0.4%
投资银行客户*	3.5%	4.4%	0.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

#### 此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.8%	7.8%	0.4%
IB clients*	3.5%	4.4%	0.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

#### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究：**海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为



**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖:** 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH), 海通国际于上海的母公司, 也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是, 海通国际使用与海通证券不同的评级系统, 所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数:** 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程, 并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款:** 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

### 重要免责声明:

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com)，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息：** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

## IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited ("HTIRL"), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited ("HTISGL") and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. ("HTIJKK"), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges"). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG") on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

## 分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项：** 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称"SFO"）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项：** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相

关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具 (包括 ADR) 可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12th Floor  
New York, NY 10173  
联系人电话: (212) 351 6050

## DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10173  
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**中华人民共和国的通知事项:** 在中华人民共和国 (下称“中国”, 就本报告目的而言, 不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾) 只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规, 该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定, 在取得中国政府所有的批准或许可之前, 任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项:** 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施, 该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商, 位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大, 该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点, 任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时, 每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor"), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

**新加坡投资者的通知事项:** 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("FAA") 定义的豁免财务顾问, 可 (a) 提供关于证券, 集体投资计划的部分, 交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题, 本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd  
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布, 旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL"))第 61 (1) 条, 第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称"ASIC")公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India ("SEBI") 监管的 Haitong Securities India Private Limited ("HTSIPL") 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited ("BSE") 和 National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

"请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证"。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons.

Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

## Sichuan Injet Electric - 300820 CH

