

2025 年 07 月 22 日

电网投资景气明确，二次龙头乘势而起

国电南瑞(600406. SH)

►智能电网龙头企业，电力系统全环节深入布局

公司是国内智能电网龙头企业，业务范围涵盖源、网、荷、储、数等新型电力系统全环节，目前重点布局智能电网、数能融合、能源低碳、工业互联等四大业务板块，其中，智能电网业务是业绩贡献主力。2024 年公司新签订单达 663.2 亿元，同比增长 13.8%，有望为业绩提供较强支撑。

►国内电网投资景气明确，高研发投入助力增长

国内新能源转型深入，电网投资力度加大，2025 年 1-5 月，电网工程完成投资 2040 亿元，同比增长 19.8%；国网预计 2025 年电网投资将超 6500 亿元，公司将深度受益于行业景气明确。同时，公司保持高强度研发投入巩固技术优势和行业地位，有望为发展注入新动力。

►全球电网投资景气上行，海外业务快速扩张

受益于全球电网投资景气上行，2019-2024 年公司海外业务营收由 9.2 亿元提升至 32.8 亿元，CAGR 为 29%，海外业务规模快速扩张，有望为公司业绩带来可观增量。

投资建议

公司是国内领先的电力自动化产品和服务提供商，技术和产品实力强劲。我们认为，公司将在此轮国内外电网投资景气上行中充分受益，预计 2025-2027 年收入分别为 645.03、719.67、799.99 亿元，同比分别增长 12.3%、11.6%、11.2%；归母净利润分别为 84.01、94.56、106.14 亿元，同比分别增长 10.4%、12.6%、11.3%；EPS 分别为 1.05、1.18、1.32 元，对应 PE 分别为 23X、20X、18X（以 2025 年 7 月 22 日收盘价 23.64 元计算），首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

电网投资不及预期、招中标情况不及预期、市场竞争加剧、原材料价格上涨等风险。

盈利预测与估值

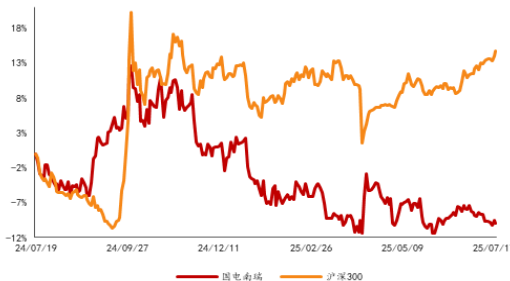
财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	51,655	57,417	64,503	71,967	79,999
YoY (%)	10.3%	11.2%	12.3%	11.6%	11.2%
归母净利润(百万元)	7,175	7,610	8,401	9,456	10,614
YoY (%)	11.3%	6.1%	10.4%	12.6%	12.3%
毛利率 (%)	26.8%	26.7%	27.1%	27.1%	27.2%
每股收益 (元)	0.90	0.95	1.05	1.18	1.32
ROE	15.2%	15.5%	14.6%	14.1%	13.7%
市盈率	26.27	24.88	22.60	20.08	17.89

资料来源：WIND，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：首次覆盖
最新收盘价：23.64

股票代码：600406. SH
52 周最高价/最低价：29.72/20.91
总市值(亿)：1898.79
自由流通市值(亿)：809.85
自由流通股数(百万)：3425.77



分析师：杨睿

邮箱：yangrui2@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520050003
联系电话：010-5977 5338

分析师：李唯嘉

邮箱：liwj1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520070008
联系电话：010-5977 5338

联系人：王涵

邮箱：wanghan@hx168.com.cn
联系电话：021-5038 0388

正文目录

1. 智能电网龙头企业，电力系统全环节深入布局.....	3
2. 国内电网投资景气明确，高研发投入助力增长.....	5
3. 全球电网投资景气上行，海外业务快速扩张.....	8
4. 投资建议.....	8
5. 风险提示.....	9

图表目录

图 1 公司 2022 年-2024 年分产品营收结构.....	4
图 2 公司 2022 年-2024 年分产品毛利率.....	4
图 3 公司近年营收及增速.....	4
图 4 公司近年归母净利润及增速.....	4
图 5 公司近年营收目标情况（亿元）.....	5
图 6 公司近年新签合同及增速.....	5
图 7 国家电网的电网投资情况（亿元）.....	6
图 8 历年电网工程累计投资情况.....	6
图 9 公司近年营收增速 CAGR 高于电网行业投资增速.....	6
图 10 2024 年国网继保中标份额.....	7
图 11 2024 年国网特高压换流阀中标情况.....	7
图 12 公司历史研发投入及同比增速情况.....	7
图 13 公司历史研发费用率情况.....	7
图 14 公司海外营收及占比情况.....	8
图 15 公司海外业务毛利率情况.....	8
表 1 公司主要业务情况.....	3
表 2 业绩考核条件.....	5
表 3 可比公司盈利预测.....	9

1. 智能电网龙头企业，电力系统全环节深入布局

国电南瑞是国内电力自动化产品与服务领域的先驱企业之一，公司业务涵盖源、网、荷、储、数等新型电力系统全环节。在发电侧，公司技术与产品适配传统水电、火电，以及风电、光伏等新能源发电场景；在电力接入端，实现从大型发电站并网到分布式电源灵活接入的全场景覆盖；在电网层级上，全面涵盖特高压、超高压、高压及中低压；在电网形态方面，从特大型交直流一体化输电网、配电网到微电网，公司均可提供全系列电力二次技术、产品及服务，包含采集监测、调度控制、继电保护等核心业务。

表 1 公司主要业务情况

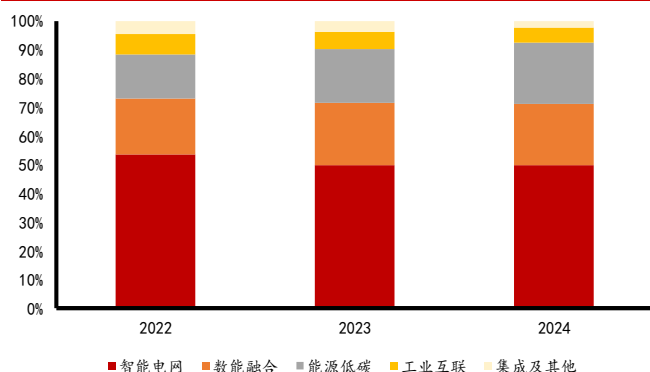
业务	主要产品
智能电网	电网安全稳定分析与控制、电网调度自动化、电力市场、新能源并网控制、新一代集控、新一代自主可控变电站监控、继电保护、变电站智能运检、直流输电系统、柔性交流输电系统、源网荷储协同控制、输变电在线监测、智慧配电网统一平台、配电网中低压柔性互联、新一代智能电表、新型采集终端、需求侧响应、虚拟电厂、超级充电桩、车网互动等。
数能融合	电网资源业务中台、企业级实时量测中心、企业级气象数据服务中心等业务中台系统，同步打造新一代设备资产精益管理系统、基建全过程综合数字化管理平台、新一代应急指挥系统、安全生产风险管控平台等垂直应用。
能源低碳	水电厂控制及自动化、发电厂/燃机电厂电气二次系统、流域水电调度一体化、水文水资源监控管理、抽水蓄能电站控制及自动化、水利水电工程安全监测、清洁能源功率预测与调度系统、新能源并网控制和保护、新型储能系统、新能源电站综合监控及远程集中监控、海上风电一体化监控及运维、静止同步调相机、绿电制氢等。
工业互联	工业过程控制、企业能源管控、城市轨道交通综合监控系统、电气化铁路供电系统、全厂电气智能调控系统、变电站综合自动化，以及保护控制测控、安全稳定控制、无功补偿、电能质量监测治理等系列装置，为工业企业及轨道交通行业提供一体化解决方案。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

智能电网业务为业绩贡献主力。公司业务板块主要包括智能电网、数能融合、能源低碳、工业互联、集成和其他，2024 年各业务在主营业务收入占比分别为 49.7%、21.6%、21.3%、5.0%、2.5%；具体来看，

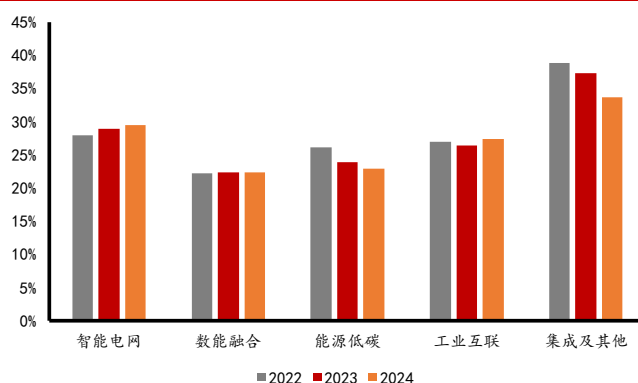
- ✓ **智能电网**：2024 年实现营收 284.7 亿元，同比增长 10.7%；实现毛利率 29.5%，同比增长 0.61pct，主因系加强电网产品市场拓展；
- ✓ **数能融合**：2024 年实现营收 123.7 亿元，同比增长 11.1%；实现毛利率 22.4%，同比增长 0.03pct，主因系加强网络安全、通信支撑等业务拓展；
- ✓ **能源低碳**：2024 年实现营收 121.9 亿元，同比增长 26.3%；实现毛利率 23.0%，同比降低 0.94pct，主因系大力拓展储能、风电等业务；
- ✓ **工业互联**：2024 年实现营收 28.7 亿元，同比下滑 9.5%；实现毛利率 27.4%，同比降低 0.94pct，主因系工业控制和轨道交通等业务规模下降；
- ✓ **集成和其他**：2024 年实现营收 14.38 亿元，同比下滑 23.89%，实现毛利率 33.7%，同比降低 3.65pct，主因系节能租赁业务放缓。

图1 公司2022年-2024年分产品营收结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

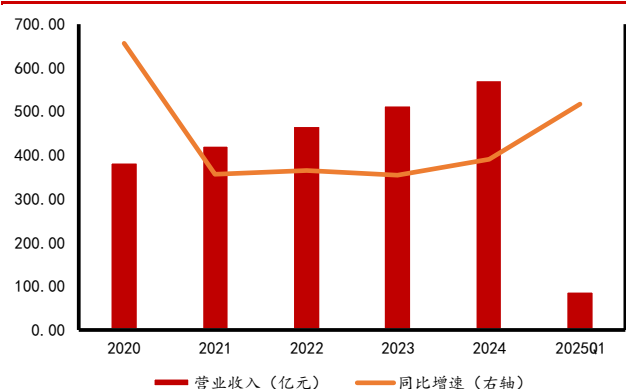
图2 公司2022年-2024年分产品毛利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

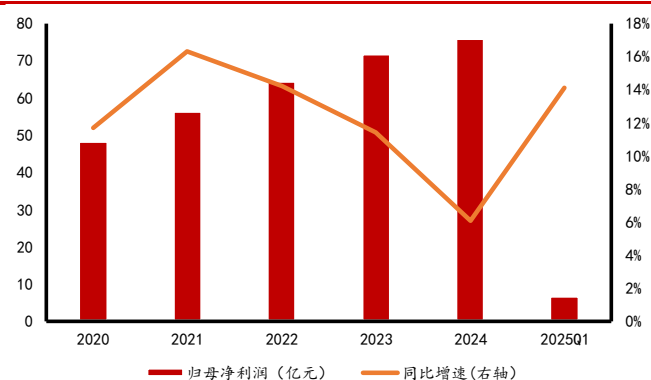
公司业绩稳健增长。2020-2024 年公司营收由 385.0 亿元增长至 574.2 亿元，CAGR 为 10.5%；归母净利润由 48.5 亿元增长至 76.1 亿元，CAGR 为 11.9%。2025Q1，公司实现营收 89.0 亿元，同比增长 14.8%；实现归母净利润 6.8 亿元，同比增长 14.1%。

图3 公司近年营收及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 公司近年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司历史超额完成股权激励业绩目标。2021 年公司发布股权激励，首次拟以 21.04 元/股的价格向 1300 名激励对象授予不超过 3948.14 万股的限制性股票，约占当时公司股本总额的 0.712%；预留 50 万股，占授予总量的 1.25%，约占公司当时股本总额的 0.009%。

公司业绩考核条件包含净资产收益率、净利润 CAGR、净利润、研发费用 CAGR 以及 Δ EVA。其中，净利润（扣非归母净利）CAGR 目标为：2020-2022 年、2020-2023 年、2020-2024 年、2020-2025 年公司净利润 CAGR 不低于 10%。而 2020-2022 年、2020-2023 年、2020-2024 年公司实际净利润 CAGR 分别为 15.3%、14.0%、11.9%，均超额完成目标。

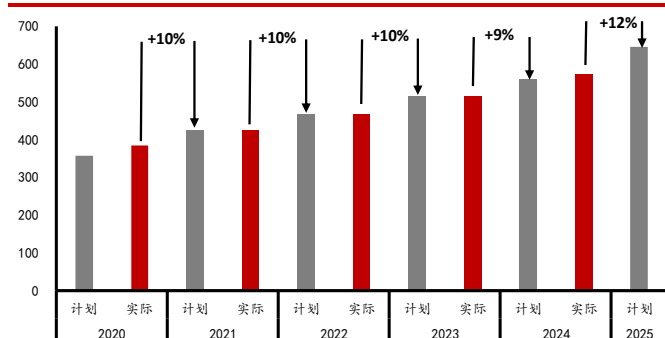
表 2 业绩考核条件

解除限售期	年份	净资产收益率	净利润	研发费用 CAGR	Δ EVA
第一个	2022	≥14%，且≥对标企业 75 分位值水平	CAGR≥10%且≥对标企业净利润均值的 5 倍	≥5%	>0
第二个	2023	≥14%，且≥对标企业 75 分位值水平	CAGR≥10%且≥对标企业净利润均值的 5 倍	≥5%	>0
第三个	2024	≥14%，且≥对标企业 75 分位值水平	CAGR≥10%且≥对标企业净利润均值的 5 倍	≥5%	>0
第四个	2025	≥14%，且≥对标企业 75 分位值水平	CAGR≥10%且≥对标企业净利润均值的 5 倍	≥5%	>0

资料来源：公司公告，华西证券研究所 *注：①上述“净利润复合增长率”、“净资产收益率”、“净利润”均以归属于上市公司股东的扣除非经常性损益净利润作为计算依据。②CAGR：为较 2020 年的复合增长率。

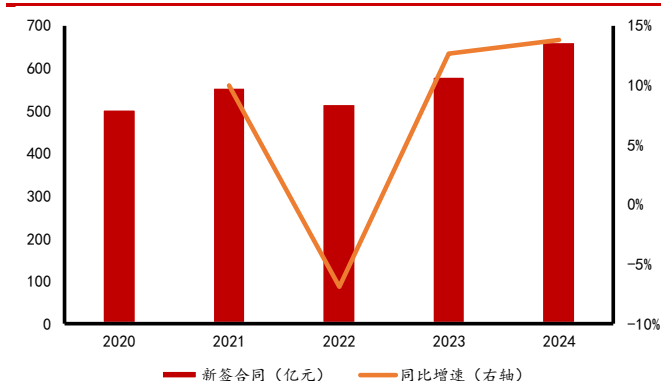
在手订单充沛，经营目标可观。2024 年公司新签合同 663.2 亿元，同比增长 13.8%，合同金额绝对值达近 5 年新高。受益于订单支撑&行业高景气发展，公司 2025 年营收目标为 645 亿元，较 2024 年实际营收增长 12%，营收目标增幅达到近 5 年最高。

图 5 公司近年营收目标情况（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 公司近年新签合同及增速

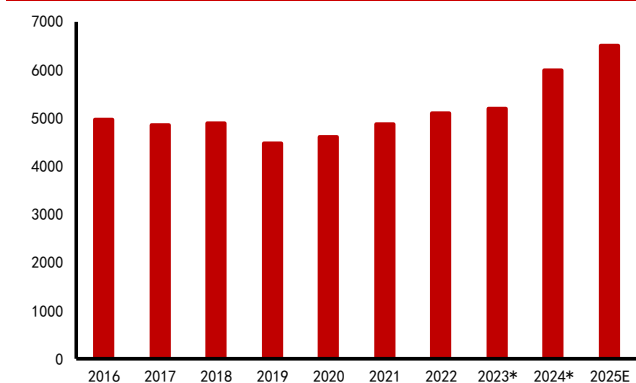


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.国内电网投资景气明确，高研发投入助力增长

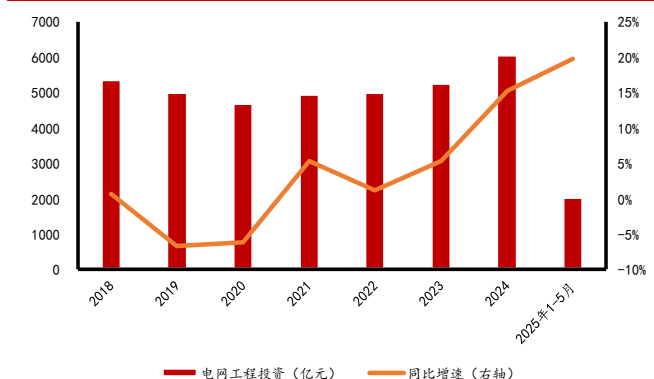
电网投资持续加大。2023 年国家电网电网投资额超 5200 亿元，2024 年国家电网电网投资额超 6000 亿元，2025 年国家电网电网投资额预计超 6500 亿元，投资力度持续加大。据国家能源局统计，2025 年 1-5 月份，电网工程完成投资 2040 亿元，同比增长 19.8%；单 5 月来看，电网工程完成投资 632 亿元，环比增长 40%，同比增长 33%。我们认为加大电网投资包括建设特高压、提升区域电网互联互通能力、部署智能电网技术等是促进新能源消纳、提升电力系统灵活性和韧性的关键，将为新型电力系统建设提供重要支撑。

图7 国家电网的电网投资情况（亿元）



资料来源：国家电网官网、国家电网报、国家电网公众号，华西证券研究所 注：*为预计值

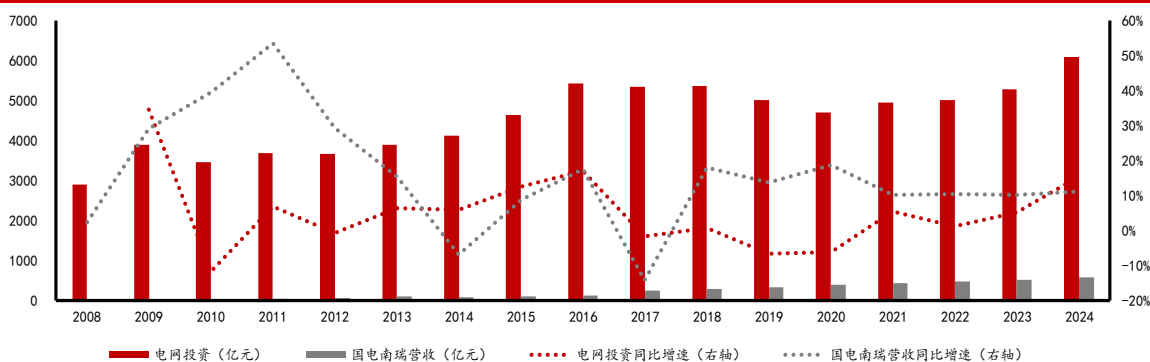
图8 历年电网工程累计投资情况



资料来源：WIND、国家能源局，华西证券研究所

公司近年营收 CAGR 显著高于国内电网行业投资整体水平。我们将电网基本建设投资完成额作为国内电网投资景气度指标，与公司的营业收入情况作对比，发现：2014-2024 年公司营收由 89.1 亿元提升至 574.2 亿元，CAGR 为 20%，此 10 年期间电网投资 CAGR 为 4%；2019-2024 年公司营收 CAGR 为 12%，此 5 年期间电网投资 CAGR 为 4%，公司营收增速显著高于电网行业投资整体增速。我们认为，当前国内电网投资景气度明确，公司营收规模持续扩张，叠加智能电网业务可观的盈利表现，将进一步增厚公司业绩。

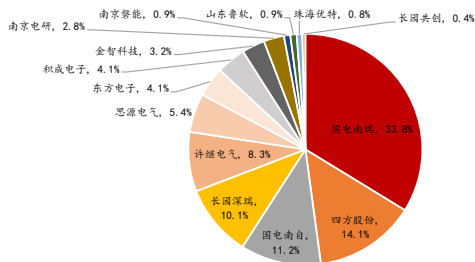
图9 公司近年营收增速 CAGR 高于电网行业投资增速



资料来源：公司公告、WIND，华西证券研究所

公司继保和换流阀在网内中标领先。①继保：2024 年国网输变电设备的继保产品招标中，国电南瑞（含南京南瑞继保、国电南瑞南京控制系统）的中标份额达 33.8%。②换流阀：2024 年国网特高压设备的换流阀产品招标中，国电南瑞（含中电普瑞电力工程、常州博瑞电力自动化）的中标金额份额为 47.3%。

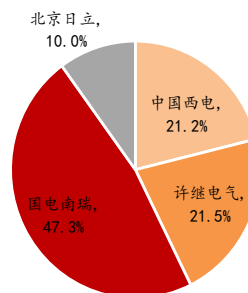
图 10 2024 年国网继保中标份额



资料来源：电能革新公众号，华西证券研究所 *按金额

注：份额统计包括南京南瑞继保工程技术有限公司(全资子公司)、国电南瑞南京控制系统有限公司(全资子公司)

图 11 2024 年国网特高压换流阀中标情况

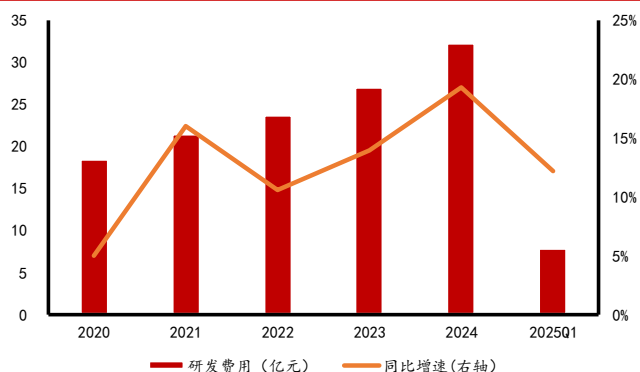


资料来源：国家电网，华西证券研究所 *按金额

注：份额统计包括中电普瑞电力工程有限公司(全资子公司)、常州博瑞电力自动化设备有限公司(据公司 24 年年报，国电南瑞间接持股常州博瑞 87%的股份)

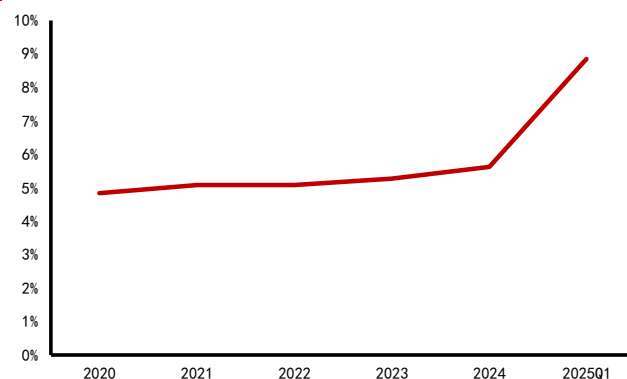
积极投入研发，为公司发展提供新动力。2024 年公司研发投入达 40.32 亿元，同比增长 15.94%，研发费用率达 7.02%，同比增长 0.29pct，研发主要投入于①在新型电力系统建设框架下，聚焦智能电网升级，重点开发源网荷储协同控制技术，深化虚拟电厂运行机制，构建适应高比例新能源接入的继电保护体系；②强化数能融合，推动人工智能算法在电力调度中的应用，布局人工智能、数字孪生等数字技术在电力中的应用攻关方向；③开拓行业外以及国际化等新兴业务领域，围绕半导体器件、储能、工业自动化平台等领域开展核心产品研发及整体方案策划，并拓展智能装备在轨道交通、智慧消防等场景的集成应用。

图 12 公司历史研发投入及同比增速情况



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 13 公司历史研发费用率情况

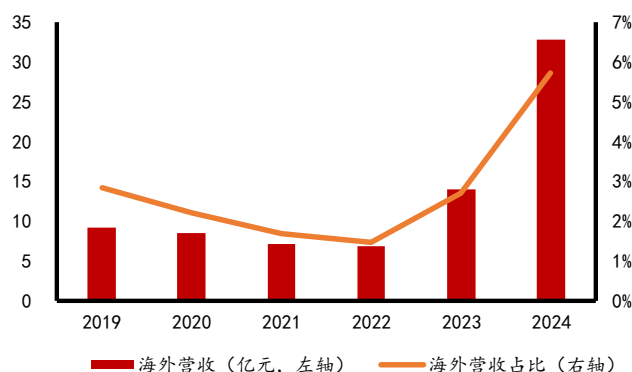


资料来源：WIND，华西证券研究所

3. 全球电网投资景气上行，海外业务快速扩张

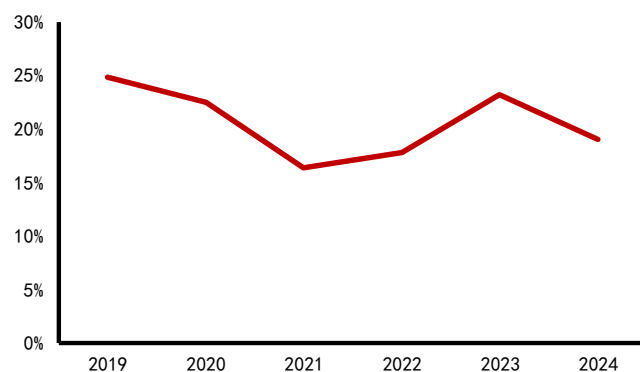
出海业务持续取得突破，营收规模快速扩张。公司积极践行国家“一带一路”倡议，加快高端技术、先进产品和解决方案“走出去”。沙特市场一跃成为海外重要“产粮区”，投运比沙储能，中标沙特 ADMS 运维和柔直阀项目。南美市场斩获颇丰，巴西伊泰普直流全线恢复带电；保护及自动化运维业务顺利进入智利。此外，SVC 产品在墨西哥、低压柔直技术应用在中国香港地区实现突破。2019-2024 年公司海外业务营收由 9.2 亿元提升至 32.8 亿元，CAGR 为 29%，海外业务规模快速拓展。2024 年公司海外业务毛利率为 19.02%，同比下滑 4.2pct。

图 14 公司海外营收及占比情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 15 公司海外业务毛利率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 投资建议

公司是国内领先的电力自动化产品和服务提供商，技术和产品实力强劲。我们认为，公司将在此轮国内外电网投资景气上行中充分受益，预计 2025-2027 年收入分别为 645.03、719.67、799.99 亿元，同比分别增长 12.3%、11.6%、11.2%；归母净利润分别为 84.01、94.56、106.14 亿元，同比分别增长 10.4%、12.6%、11.3%；EPS 分别为 1.05、1.18、1.32 元，对应 PE 分别为 23X、20X、18X（以 2025 年 7 月 22 日收盘价 23.64 元计算），首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3 可比公司盈利预测

证券代码	证券简称	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600406.SH	国电南瑞	23.64	1.05	1.17	1.31	23	20	18
002028.SZ	思源电气	79.00	3.39	4.24	5.19	23	19	15
601179.SH	中国西电	7.47	0.32	0.40	0.46	23	19	16
000400.SZ	许继电气	24.81	1.43	1.77	2.06	17	14	12
600312.SH	平高电气	17.08	1.05	1.25	1.40	16	14	12
601126.SH	四方股份	17.67	1.02	1.19	1.38	17	15	13

资料来源：WIND 一致预期（180 天），华西证券研究所 *据 2025 年 7 月 22 日收盘价

5. 风险提示

- 1) 电网投资不及预期；
- 2) 招中标情况不及预期；
- 3) 市场竞争加剧；
- 4) 原材料价格上涨等风险。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	57,417	64,503	71,967	79,999	净利润	8,147	8,946	10,069	11,304
YoY (%)	11.2%	12.3%	11.6%	11.2%	折旧和摊销	1,741	995	1,025	1,061
营业成本	42,111	47,041	52,496	58,246	营运资金变动	1,270	-1,674	-2,455	-2,529
营业税金及附加	435	426	468	520	经营活动现金流	11,086	8,290	8,606	9,798
销售费用	2,261	2,483	2,735	3,040	资本开支	-1,827	-1,010	-876	-785
管理费用	1,451	1,613	1,727	1,904	投资	-12,769	-1,825	-1,226	-1,226
财务费用	-476	-123	-191	-289	投资活动现金流	-14,441	-3,551	-2,061	-1,962
研发费用	3,235	3,806	4,253	4,728	股权募资	9	-203	0	0
资产减值损失	-58	-40	-30	-30	债务募资	193	200	240	260
投资收益	38	52	65	72	筹资活动现金流	-5,940	-1	225	241
营业利润	9,106	10,042	11,304	12,692	现金净流量	-9,261	4,743	6,770	8,077
营业外收支	23	15	15	15	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	9,128	10,057	11,319	12,707	成长能力				
所得税	982	1,111	1,250	1,403	营业收入增长率	11.2%	12.3%	11.6%	11.2%
净利润	8,147	8,946	10,069	11,304	净利润增长率	6.1%	10.4%	12.6%	12.3%
归属于母公司净利润	7,610	8,401	9,456	10,614	盈利能力				
YoY (%)	6.1%	10.4%	12.6%	12.3%	毛利率	26.7%	27.1%	27.1%	27.2%
每股收益	0.95	1.05	1.18	1.32	净利率	13.3%	13.0%	13.1%	13.3%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	8.2%	7.9%	7.7%	7.5%
货币资金	9,010	13,754	20,524	28,601	净资产收益率 ROE	15.5%	14.6%	14.1%	13.7%
预付款项	1,566	1,788	2,100	2,341	偿债能力				
存货	11,312	11,459	12,471	13,491	流动比率	1.92	2.02	2.12	2.22
其他流动资产	53,412	62,591	71,423	80,941	速动比率	1.49	1.62	1.74	1.86
流动资产合计	75,300	89,591	106,517	125,374	现金比率	0.23	0.31	0.41	0.51
长期股权投资	64	84	104	124	资产负债率	43.1%	42.5%	41.8%	41.1%
固定资产	8,283	8,428	8,314	8,074	经营效率				
无形资产	1,614	1,669	1,729	1,789	总资产周转率	0.64	0.65	0.63	0.61
非流动资产合计	17,405	17,261	16,375	15,363	每股指标（元）				
资产合计	92,705	106,852	122,892	140,737	每股收益	0.95	1.05	1.18	1.32
短期借款	485	465	455	445	每股净资产	6.13	7.15	8.33	9.65
应付账款及票据	28,860	33,255	37,257	41,500	每股经营现金流	1.38	1.03	1.07	1.22
其他流动负债	9,927	10,720	12,448	14,486	每股股利	0.57	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	39,273	44,440	50,161	56,431	估值分析				
长期借款	21	201	401	621	PE	24.88	22.60	20.08	17.89
其他长期负债	676	719	769	819	PB	4.12	3.31	2.84	2.45
非流动负债合计	697	920	1,170	1,440					
负债合计	39,969	45,360	51,330	57,871					
股本	8,033	8,032	8,032	8,032					
少数股东权益	3,511	4,057	4,671	5,360					
股东权益合计	52,736	61,492	71,562	82,865					
负债和股东权益合计	92,705	106,852	122,892	140,737					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。