

国力股份 (688103.SH) / 电子

证券研究报告/研究简报

2022年11月4日

评级：买入（首次）

市场价格：64.60

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	405	509	768	1,333	1,775
增长率 yoy%	22%	26%	51%	74%	33%
净利润(百万元)	131	73	102	200	293
增长率 yoy%	252%	-47%	39%	96%	47%
每股收益(元)	1.45	0.77	1.06	2.08	3.06
每股现金流量	0.27	0.43	-0.54	1.08	1.15
净资产收益率	23%	8%	10%	17%	20%
P/E	44.5	84.4	60.3	30.8	21.0
P/B	10.5	6.5	6.3	5.3	4.3

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄；股价日期为 2022/11/3

投资要点

基本状况

总股本(百万股)	95
流通股本(百万股)	62
市价(元)	64.60
市值(百万元)	6,162
流通市值(百万元)	3,990

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 下游需求旺盛，单 Q3 归母净利润同增 60%。** 1) 22Q1-Q3：实现营业收入 4.8 亿元，YoY+40.4%；归母净利润 0.6 亿元，YoY+14.6%；扣非归母净利润 0.6 亿元，YoY+17.7%；毛利率 39.1%，YoY-4.4pct；净利率 12.3%，YoY-2.6pct。2) 22Q3：实现营业收入 2 亿元，YoY+61.4%，QoQ+33%；归母净利润 0.3 亿元，YoY+60.4%，QoQ+38.9%；扣非归母净利润 0.3 亿元，YoY+62.2%，QoQ+36.6%；毛利率 40.7%，YoY-2.2pct，QoQ+2.7pct；净利率 13.6%，YoY+0.1pct，QoQ+0.7pct。下游新能源汽车、半导体景气度高，客户需求旺盛，直流接触器、交流接触器、电容器等销售收入大幅增长。Q2 停工停产致使毛利率、净利率下滑，Q3 恢复生产运营，毛利率、净利率环比有所恢复。
- 深耕电子真空器件产业三十余载，产品矩阵多元、下游应用丰富。** 前身是国营第八九七厂的子公司（1985 年成立），军工产品起家，技术积累深厚，2021 年科创板上市募投产能，助力产业化之路。产品包括高压真空继电器、陶瓷高压真空电容器、陶瓷真空开关管、高压直流接触器、交流真空接触器等，产品军民两用，覆盖能源汽车及充电设施、传统能源、半导体设备、航天航空及军工、光伏风能及储能、安检、辐照等行业。
- “新半军”下游需求增长，多板块驱动公司发展。** 从产品类别看，2021 年继电器类产品贡献六成营收，从应用看，2020 年新能源汽车+半导体+军工+光伏风电及储能贡献六成营收，分应用看：1) **新能源汽车及充电桩**：产品是陶瓷高压直流接触器与接触点组（属于继电器类产品），公司 2016 年就与大客户 GIGAVAC 携手布局，是国内较早实现直流接触器产业化厂商，目前产品已广泛应用于多款品牌和型号的商用车、乘用车以及充电设施。新能源汽车+配套充电设施渗透率提升，带动直流接触器需求增加，2020 年公司国内份额不足 20%，公司份额提升空间较广阔。2) **光伏风电及储能**：产品主要包括陶瓷高压直流接触器、真空交流接触器，应用于光伏逆变器、风电变流器中，目前收入稳步增长，公司市场占有率较低，未来仍有较大扩展空间。3) **半导体设备零部件**：产品是陶瓷真空电容器及陶瓷高压真空继电器，用于刻蚀、气相沉积等设备的射频电源中，公司真空电容器直接对标瑞士 Comet、日本明电舍，性能参数与海外相当，且生产成本低，目前已与北方华创、中微等公司建立了合作关系，2019 年真空电容器在半导体设备制造领域的国内市场份额为 3.56-17.81 亿元，2021 年公司真空电容器营收不足 4000 万，公司份额低，国产替代需求明确。4) **军工**：产品是陶瓷高压真空继电器、陶瓷高压直流接触器，军用产品高门槛，进入壁垒高、一旦进入不轻易换供应商，公司进入市场早、定制化能力强，已取得认证及客户的广泛认可。国防开支稳步增长，军用真空电子器件需求增长，公司销售额有望稳步增长。
- 募投增加“新半军”领域产能，突破产能瓶颈、保障长期发展。** 公司产能利用率整体处于高位，IPO 募投三个扩产项目，“真空继电器、真空电容器生产项目”调整后拟投入募资金额 1.36 亿元，扩建陶瓷高压真空继电器、陶瓷真空电容器等产能，应用于航空航天及军工、半导体等领域，截止 22H1 资金投入进度已过半；“高压直流接触器生产项目”拟投入募资金额 0.7 亿元，扩充陶瓷高压直流接触器产能及产品型号，“电子真空器件研发中心项目”，拟投入募资金额 0.3 亿元。
- 投资建议：** 公司是老牌的电子真空器件厂商，深耕产业 30 余年，技术实力雄厚、产品矩阵多元，目前下游新能源汽车、半导体、军工等领域需求快速增长，公司 IPO 募投产能突破产能瓶颈，营收、利润有望实现高增。预计 2022/2023 年净利润为 1/2 亿元，对应 PE 估值为 60/31 倍，首次覆盖予以“买入”评级。
- 风险提示：** 公司扩产进度不及预期、下游需求不及预期、行业竞争加剧、所依据的信息滞后的风险、行业规模测算偏差的风险。

内容目录

1、 深耕电子真空器件产业，研发实力突出	- 4 -
1.1 发展历程：老牌电子真空器件公司，积累深厚	- 4 -
1.2 股权结构：股权结构稳定，子公司分工明确	- 4 -
1.3 现有业务：营收、净利恢复稳健增长态势	- 5 -
1.4 研发实力：管理层技术背景出身，研发费用率行业领先	- 8 -
2、 下游应用多点开花，产能扩张保发展	- 10 -
2.1 下游应用覆盖新能源、半导体、军工	- 10 -
2.2 产能利用率处高位，募投产能保障未来发展	- 16 -
3、 投资建议	- 17 -
4、 风险提示	- 19 -

图表目录

图表 1: 发展历程：深耕电子真空器件产业	- 4 -
图表 2: 公司股权结构（截至 2022 年中报）	- 5 -
图表 3: 公司历年营收及 yoy 情况（单位：百万元）	- 6 -
图表 4: 下游应用的营收拆分	- 6 -
图表 5: 产品的营收拆分	- 6 -
图表 6: 公司分产品毛利率	- 6 -
图表 7: 公司前五大客户	- 7 -
图表 8: 近几年大陆占比逐年提升	- 7 -
图表 9: 归母净利润及扣非（百万元）	- 8 -
图表 10: 毛利率、净利率、扣非净利率	- 8 -
图表 11: 公司管理层简介（截至 2022 年中报）	- 9 -
图表 12: 研发费用与大陆同行的对比（百万元）	- 10 -
图表 13: 研发费用率行业领先	- 10 -
图表 14: 公司产品及下游应用	- 10 -
图表 15: 公司产品介绍	- 11 -
图表 16: 中国大陆新能源汽车销量（万辆）及渗透率	- 12 -
图表 17: 全球新能源汽车销量（万辆）及渗透率	- 12 -
图表 18: 中国光伏新增装机容量（GW）	- 13 -
图表 19: 全球光伏新增装机容量（GW）	- 13 -
图表 20: 全球半导体设备市场规模（亿美元）	- 14 -
图表 21: 2020-2021 年分地区半导体设备市场份额	- 14 -

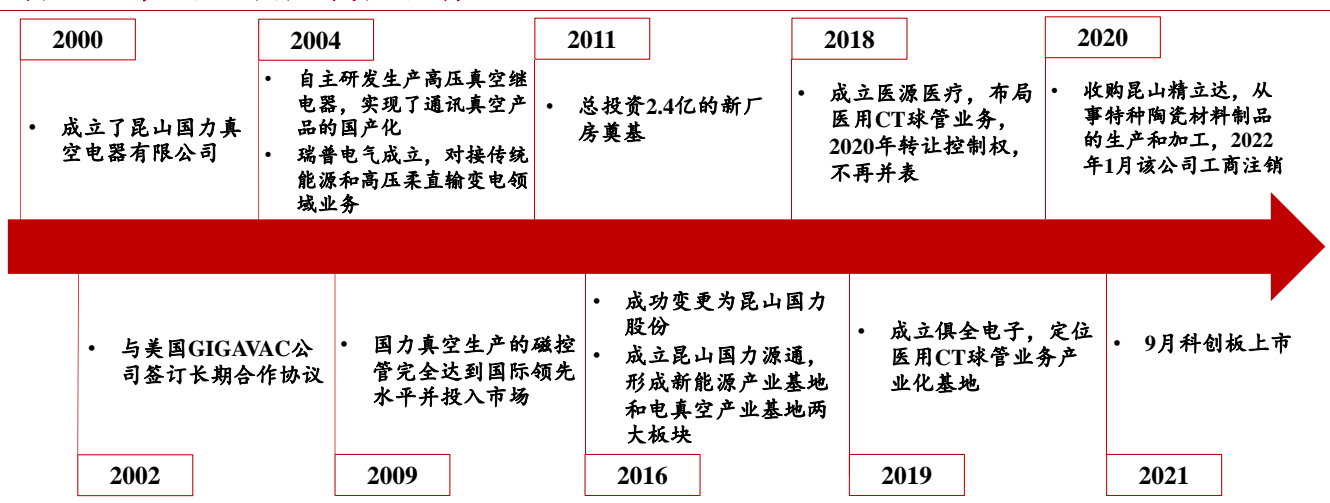
图表 22: 8-12 寸晶圆设备部分零部件供应商及自给率情况.....	- 14 -
图表 23: 大陆代表半导体设备企业的前五大供应商.....	- 15 -
图表 24: 公司真空电容器产品性能参数与海外对手基本相当.....	- 15 -
图表 25: 大陆国防支出（亿元）及 yoy.....	- 16 -
图表 26: 大陆军工电子市场规模（亿元）及 yoy.....	- 16 -
图表 27: 2018-2021 年各产品产销率情况.....	- 17 -
图表 28: 2018-2020 年各产品产能利用率情况.....	- 17 -
图表 29: 募投项目.....	- 17 -
图表 30: 营收拆分.....	- 18 -
图表 31: 可比公司估值.....	- 19 -

1、深耕电子真空器件产业，研发实力突出

1.1 发展历程：老牌电子真空器件公司，积累深厚

- 深耕电子真空器件产业三十余载，军工产品起家，上市募投助力产业化之路。公司长期专注电子真空器件的研发、生产与销售，前身是国营第八九七厂在昆山的子公司-昆山万平电子技术开发有限公司（1985年成立），2000年所有制改革，昆山国力真空电器有限公司成立，改制时继承真空开关管及部分交流接触器组装技术。2007年前，公司以军用为主，主要完成国家指定的生产任务、侧重研发，2007年后转向民用，2021年科创板上市募集资金扩产，助力开启产业化、规模化之路。

图表 1：发展历程：深耕电子真空器件产业

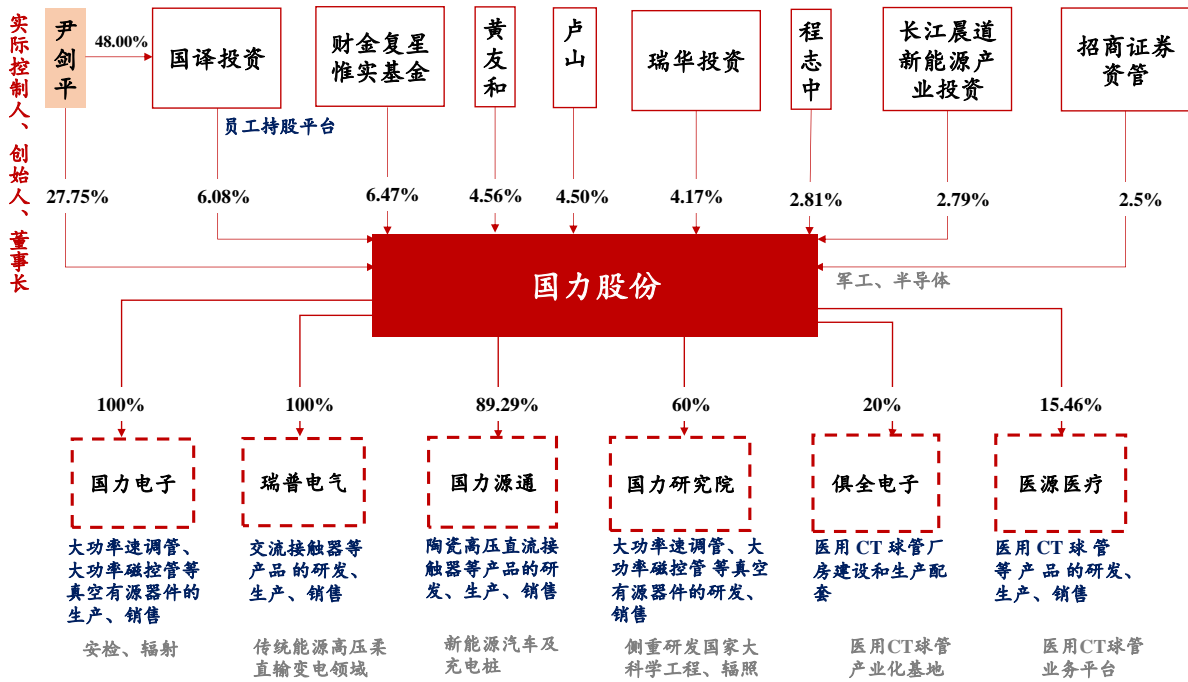


来源：公司官网，公司招股书，中泰证券研究所

1.2 股权结构：股权结构稳定，子公司分工明确

- 公司股权结构稳定，员工持股平台激励核心员工。公司董事长、创始人、实际控制人为尹剑平先生，截止2022年中报，尹剑平先生直接持有公司27.75%股份，通过员工持股平台国译投资间接控制公司6.08%的股份，合计控制公司33.83%股份。公司已有的员工持股平台为国译投资，该持股平台2012年设立，截止2022年中报，持股平台涵盖了公司的20余名员工。
- 母公司、子公司分工明确。截至2022年中报，公司共有2家全资子公司、2家控股子公司和2家参股公司。1) 真空无源器件方面，母公司国力科技侧重军工、半导体领域产品的研发制造，全资子公司瑞普电气侧重传统能源领域，负责交流接触器等产品的研发、生产和销售，控股子公司国力源通侧重新能源汽车及充电桩领域，负责陶瓷高压直流接触器产品，国力源通负责陶瓷高压直流接触器，该子公司是公司与大客户GIGAVAC 2016年合资设立，GIGAVAC持股3.57%。2) 真空有源器件方面，全资子公司国力电子负责生产和销售，控股子公司国力研究院侧重研发。

图表 2：公司股权结构（截至 2022 年中报）



来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所

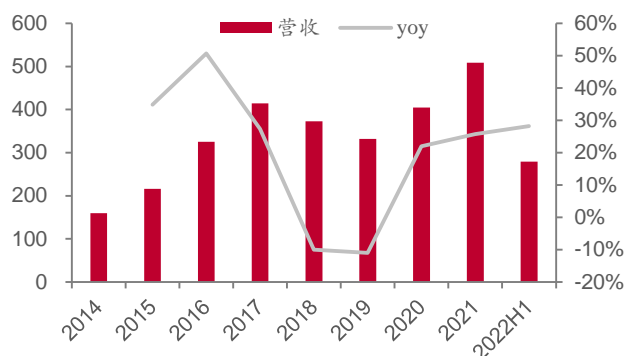
1.3 现有业务：营收、净利恢复稳健增长态势

- 2018-2021 年营收 CAGR 11%，新能源汽车、风光储能、半导体、军工高景气板块贡献主要营收。

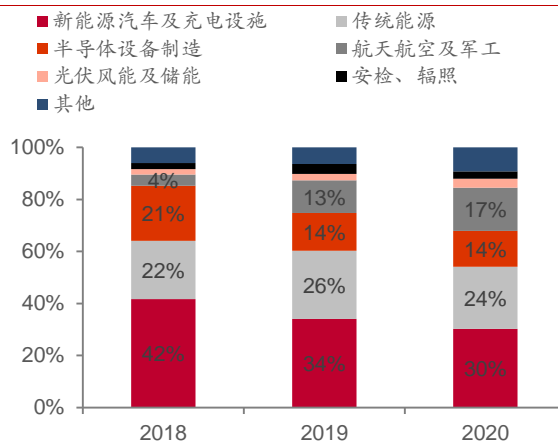
1) 营业收入：2018-2021 年营收 CAGR 为 11%，恢复稳健增长态势。2022H1 营收 2.8 亿元，同比增长 28%，22Q2 停工停产一月有余，影响生产和销售。2019 年营收有所下降，主要受新能源汽车因补贴政策退坡、消费需求下滑、贸易摩擦影响三重影响，相关产品收入及境外收入下降。

2) 下游应用构成：新能源汽车+风光储能+半导体+军工贡献六成营收。2020 年，新能源汽车及充电设施/风光储能/传统能源/半导体/军工/安检辐照收入占比 30%/4%/24%/14%/17%/3%。2021 年，半导体营收同比 +123%，风光储能营收同比增长 99%。

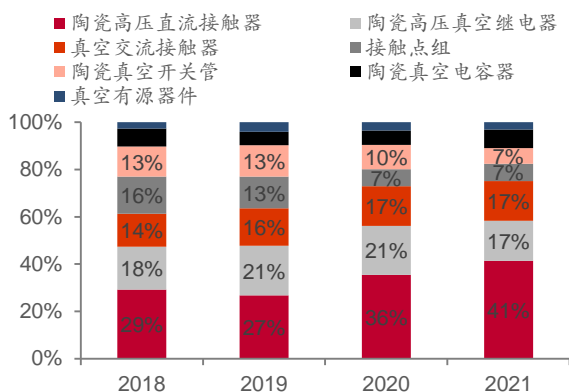
2) 产品构成：继电器类产品贡献 6 成营收，充分受益新能源、半导体、军工领域。2021 年，继电器类产品（陶瓷高压直流接触器、陶瓷高压真空继电器、接触点组）贡献 63% 的营收，具体来看陶瓷高压直流接触器/陶瓷高压真空继电器/真空交流接触器/陶瓷真空电容器/接触点组/陶瓷真空开关管/真空有源器件的营收占比为 41%/17%/17%/8%/7%/7%/3%，受益新能源汽车陶瓷高压直流接触器营收占比明显扩大，受益半导体需求旺盛，真空电容器营收同比 +62%。从毛利率看，产品毛利率整体较为稳定，但不同产品之间的毛利率差异较大，主要取决于产品生产成本、下游应用领域、客户议价能力等多重因素影响。

图表 3: 公司历年营收及 yoy 情况 (单位: 百万元)


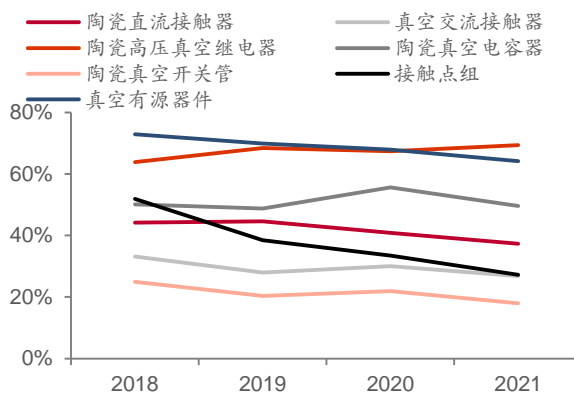
来源: Wind、招股说明书, 中泰证券研究所

图表 4: 下游应用的营收拆分


来源: Wind、招股说明书, 中泰证券研究所

图表 5: 产品的营收拆分


来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

图表 6: 公司分产品毛利率


来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

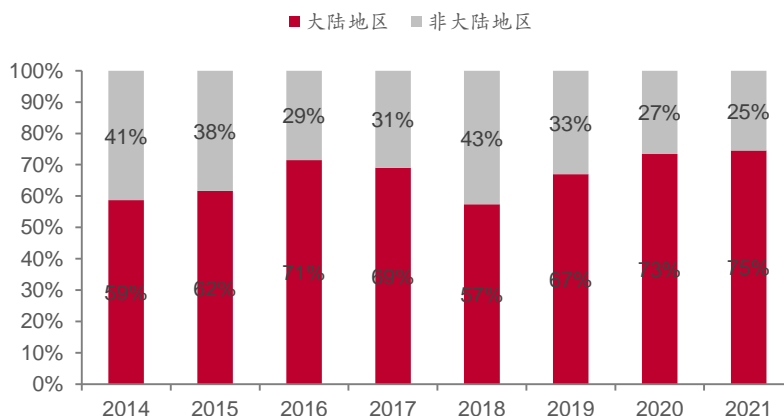
- 前五大客户集中度逐年下降, 内销占比逐年提高。** 1) 客户集中度呈逐年下降, 结构优化。 2018/2019/2020/年前五大客户的营收占比 44%/36%/29%, 前五大客户的营收占比逐年下降, 公司客户结构优化。2018-2020 年的第一大客户 GAGAVAC (美国) 的营收占比逐年下降, 主要是受贸易摩擦以及新冠疫情影响。2) 海外占比下降, 内销占比提升。 2021 年海外营收占比 25%, 海外营收占比下降, 主要是受贸易摩擦影响, 公司美国客户销售金额下降, 2020 年度受新冠疫情影响, 境外客户采购需求量有所下降, 2019 年全球宏观经济承压, 消费电子等半导体下游市场需求减弱, 公司半导体通讯领域境外客户销售收入减少。

图表 7: 公司前五大客户

	序号	客户名称	销售收入(万元)	占比	前五大客户占比
2020年度	1	GIGAVAC	5019	12%	29%
	2	客户A	2134	5%	
	3	客户C	1991	5%	
	4	汇川技术	1265	3%	
	5	宁德时代	1169	3%	
2019年度	1	GIGAVAC	6773	20%	36%
	2	汇川技术	2101	6%	
	3	客户C	1198	4%	
	4	客户D	1116	3%	
	5	SPT	873	3%	
2018年度	1	GIGAVAC	10094	27%	44%
	2	汇川技术	2154	6%	
	3	ABB	1631	4%	
	4	SPT	1375	4%	
	5	理工华创	1198	3%	
2016年	1	GIGAVAC	6664	20%	52%
	2	沃特玛公司	5637	17%	
	3	中信国安盟固利动力科技有限公司	1799	6%	
	4	嘉晨公司	1649	5%	
	5	北京市意耐特科技有限公司	1026	3%	
2015年	1	GIGAVAC	5892	27%	45%
	2	沃特玛公司	1954	9%	
	3	DANAHER	825	4%	
	4	客户A	547	3%	
	5	客户B	519	2%	
2014年	1	GIGAVAC	4480	28%	43%
	2	DANAHER	812	5%	
	3	客户B	593	4%	
	4	同方威视	476	3%	
	5	客户A	450	3%	

来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

图表 8: 近几年大陆占比逐年提升



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

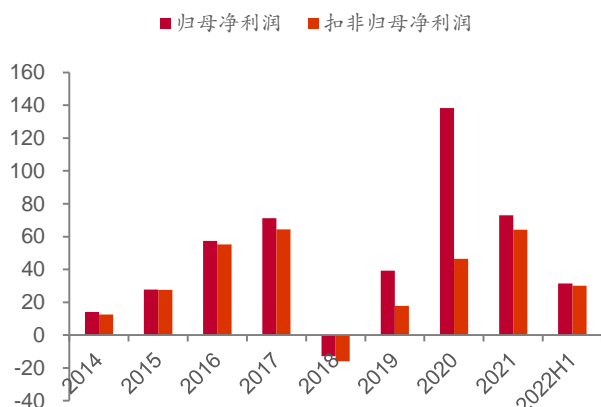
■ 受产品结构等影响, 毛利率、净利率微降, 扣非净利润回归健康水平。

1) 扣非净利润恢复健康增长态势。2014-2017年, 公司归母净利润稳健增长, 2018年公司陷入亏损, 扣非-0.16亿元, 坏账损失1.1亿元, 主要是因对客户沃特玛计提坏账损失(沃特玛是2017年第一大客户, 2017年销售收入为0.99亿元, 营收占比24%, 自2018年起, 沃特玛受债务危机等影响, 生产经营出现问题)。2019年公司归母净利润为0.39亿元, 其中非经常性

损益 2197 万元，主要是强基工程通过验收，获得 1886 万政府补助，扣非 0.19 亿元，扣非归母净利润水平较低的原因：①营收下降，2019 年营收同比下降 11%，主要是因新能源补贴退坡，下游需求下滑，叠加因贸易摩擦境外销售收入减少，②控股子公司医源医疗（2018 年控股 67.5%）亏损 2624 万元。2020 年归母净利润 1.38 亿元，同比+252%，其中非经常性损益 9223 万元，主要是转让控股子公司医源医疗部分股权产生的收益，扣非 0.46 亿元，同比+161%。2022H1 归母净利润为 0.31 亿元，同比-8%，扣非 0.3 亿元，同比-4%，主要是因 22Q2 受疫情影响停工停产一月有余，同时原材料、人工成本及运输费用均有所上涨，人员工资均正常发放，导致营业成本增加，影响短期盈利能力。

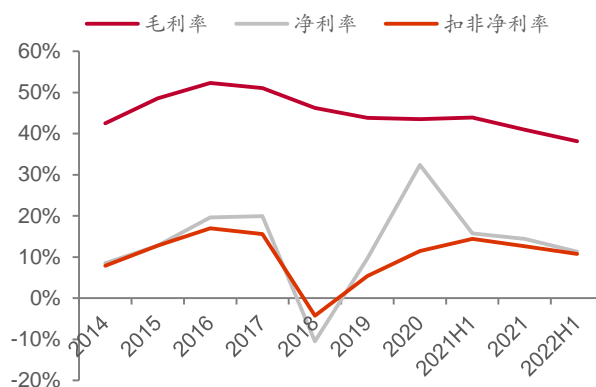
2) 毛利率、净利率微降：2022H1 毛利率为 38%，同比下降 6pct，净利率为 11%，同比下降 5pct，这主要是受产品组合影响，如 2021 年毛利率为 27%的陶瓷高压直流接触器营收占比快速提升，会拉低整体毛利率，另外公司产品分为军用和民用产品，军用产品的利润率相对较高，民用产品的利润率则低。

图表 9：归母净利润及扣非（百万元）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 10：毛利率、净利率、扣非净利率



来源：Wind，中泰证券研究所

1.4 研发实力：管理层技术背景出身，研发费用率行业领先

- 管理层技术背景出身，合作多年。**公司创始人、董事长、实控人尹剑平先生自 1980 年加入公司前身国营第八九七厂，深耕行业四十余年，总经理等多名核心技术人员自公司成立时就已加入，管理层、核心技术人员合作多年，技术背景深厚。

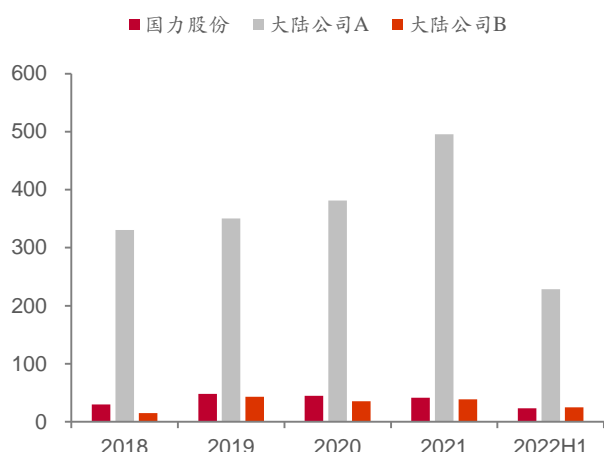
图表 11: 公司管理层简介 (截至 2022 年中报)

姓名	职位	学历	简介	持股数量 (万股)
尹剑平	董事长、核心技术人员	中专	1960 年出生, 毕业于南昌无线电工业学校无线电技术专业 1980-1993 年任国营第八九七厂仪表技术员、计划采购, 1993-2000 年任万平电子经理, 2000 年担任国力有限董事长, 2016 年担任国力科技董事长	2647.3
黄浩	董事、总经理、核心技术人员	本科	1965 年出生, 毕业于桂林电子工业学院电子机械系电子设备结构专家, 高级工程师, 1987-1998 任国营第八九七厂设计师, 1998-2000 年南京杰宁仕电子有限公司总工程师, 2000 年任国力有限总工程师, 2016 年至今, 任国力科技董事、总经理	124
覃奕焱	董事、核心技术人员	本科	1970 年出生, 毕业于浙江大学物理专业, 高级工程师, 1992-1999 年任国营第八九七厂开发中心工程师, 1999-2000 年南京杰宁仕电子技术部经理, 2000 年任国力有限工程师, 2019 年至今任国立科技总工程师, 国立科技董事	16.5
宋清宝	董事	硕士	1983 年出生, 本科毕业于山东大学, 研究生毕业于北京大学, 曾任职于易方达、上海力作投资公司、上海复星创富, 2019 年至今, 任国力科技董事	-
李平	原副总经理、现财务总监	大专	1967 年出生, 曾任职于万平电子、昆山天星阀业、浦项 (苏州) 汽车配件, 2012 年任国力有限财务总监, 2016 年任国力科技财务总监, 2019 年至今任国力科技财务总监	-
张雪梅	董事会秘书	本科	1982 年出生, 毕业于南京审计学院, 曾任职于牧野机床、翔腾电子有限公司, 2015 年任国力有限董秘, 2016 年至今, 任国力科技董事长秘书	-
胡滨	核心技术人员	本科	1962 年出生, 毕业于电子科技大学, 曾就职于宝光股份、旭光电子、西门子、伊顿, 2014 年至今任国力科技技术副总监	-
贾冰冰	核心技术人员	本科	1974 年出生, 毕业于辽宁工程技术大学, 曾就职于山东时风, 2004 年至今历任国力有限/国力科技技术开发中心工程师、产品经理及继电器事业部总经理	-
李永明	核心技术人员	博士	1985 年出生, 本科毕业于中国矿业大学, 研究生毕业于北京大学, 2014 年到 2018 年, 任中国科学院近代物理研究所高级工程师, 2018 年至今任国力研究院副院长	-
王少哲	核心技术人员	博士	1990 年出生, 毕业于中国科学院大学核技术及应用专业, 2017 年至今, 任国力研究院研发工程师	-

来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

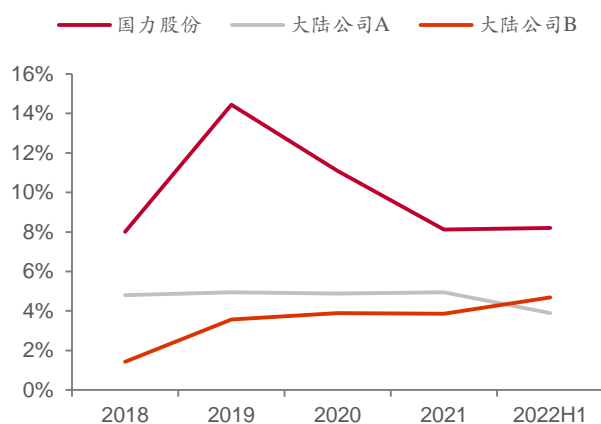
- **公司偏重研发, 研发费用率领先行业。**公司偏重研发, 2019-2021 年每年研发费用超过 4000 万元, 数量级与行业龙头企业有差距, 但从研发费用率看, 明显高于行业内其他公司。

图表 12: 研发费用与大陆同行的对比 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 13: 研发费用率行业领先



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

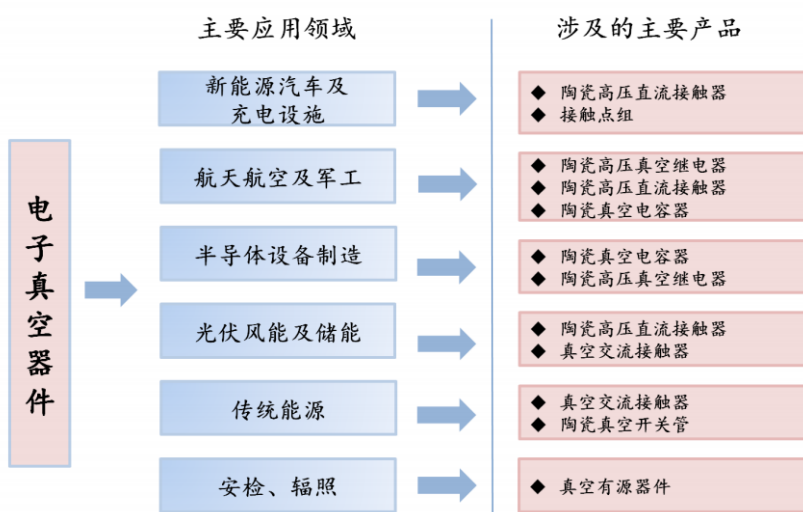
注: 公司原控股子公司医源医疗 2019 年委托研发及咨询费较高, 2020 年 9 月起转让控制权后公司不再将其纳入合并报表范围, 剔除医源医疗后, 公司研发费用率稳定在 8%左右。

2、下游应用多点开花, 产能扩张保发展

2.1 下游应用覆盖新能源、半导体、军工

- 产品矩阵多元, 下游应用广泛。** 电子真空器件主要应用场合多为高频、高压、大电流等严苛环境, 凭借多年积累, 公司已成功开发了包括高压真空继电器、陶瓷高压真空电容器、陶瓷真空开关管、高压直流接触器、交流真空接触器和大功率磁控管、氩闸流管等在内的系列产品, 产品军民两用, 覆盖能源汽车及充电设施、传统能源、半导体设备制造、航天航空及军工、光伏风能及储能、安检、辐照等行业。

图表 14: 公司产品及下游应用



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

图表 15: 公司产品介绍

类型	产品名称	所属电子器件类别	功能介绍	主要应用领域
真空无源器件	陶瓷高压直流接触器	继电器	是一种密封的高压直流负载通断器件,主要用于新能源汽车电池主回路控制、预充回路控制和充电控制,解决了传统继电器不能适应新能源汽车及快速充电设备高电压的问题	新能源汽车及充电设施、航天航空及军工
	接触点组		用于生产直流接触器,是直流接触器的核心部件	新能源汽车及充电设施
	陶瓷高压真空继电器		是一种控制电路的重要电子真空器件,具备处理高功率的能力,能在高频、高压、大电流等苛刻条件下工作	航天航空及军工
	真空交流接触器	电路开关	是一种交流电路开关器件,多用于电力开断和控制电路,承载的电流很大,带有过流或接地保护功能,可频繁的通断电路、以小电流控制大电流,主要应用于柔直输配电、高压变频及光伏逆变器等领域	光伏风能及储能、传统能源
	陶瓷真空开关管		是用于真空交流开关的重要器件,借助真空优良的绝缘和熄弧性能,实现电路的关合或分断,能迅速熄弧并抑止电流,主要应用于快速保护电力线路、实现带电分闸,是交流接触器的主要组成部分	传统能源
	陶瓷真空电容器	电容器	是一种真空密封的高电压电容器,产品具有耐压高、承载电流大、损耗小、寿命长等特点,在发射机的电路中用于频率的调谐以及滤波,在半导体设备应用中调节容量实现高频电源与负载阻抗的匹配以获得最大功率的输出	航空航天及军工、半导体设备制造
真空有源器件	大功率闸流管	电子管	是一种强放电的开关器件,能够在数百纳秒的时间内接通高达数千安培的大电流,从而形成强电流脉冲,通常作为脉冲功率开关应用于加速器、激光器等设备中	安检、辐照
	大功率磁控管		是高功率微波发生器件,能够将输入的直流高压电转化为高频、大功率微波输出到后端负载,应用于加速器系统、微波加热系统、工业辐照系统	安检、辐照
	大功率速调管		是高功率微波放大器件,是粒子加速器的核心电子器件,具有高增益、高脉冲功率等优点,广泛应用于高能加速器、核聚变研究试验设备、航空监控雷达等国家重点领域	辐照

来源:招股说明书,中泰证券研究所

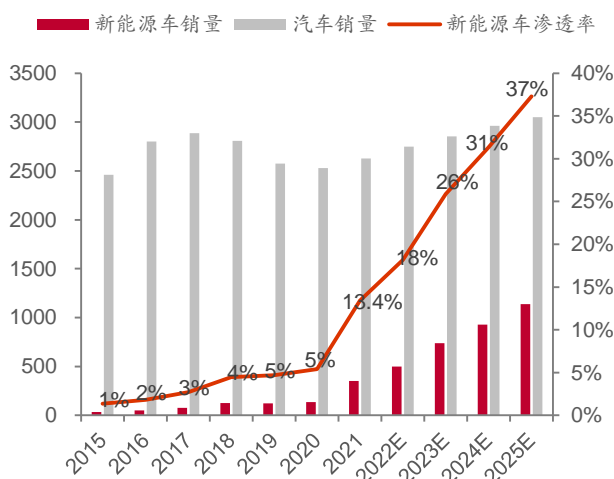
- 下游应用一: 新能源汽车+配套充电桩行业增长迅速,带动继电器需求增长。
- 新能源汽车及充电设施快速发展,拉动高压直流接触器市场需求和市场规模增长。继电器主要作用为控制系统和被控制系统,在电路中起着自动调节、安全保护、转换电路等作用。传统汽车继电器主要应用于电路开合控制,包括雨刷、车窗、车灯等电器,主要为低电压产品,电压区间为 12-48V,而高压直流接触器主要用于主回路控制、预充回路控制和充电控制等高压领域,承载的电流大,带有过流或接地保护功能,多被用于电力开断和控制电路,其特点是可频繁的通断电路,以小电流控制大电流,解决了传统继电器不能适应新能源汽车及快速充电设备高电压的问题。1) 新能源车拉动继电器需求增长: 2021-2022 年中国和全球先后迎来新能源车 10%的渗透率拐点,汽车电动化加速发展。2021 年我国汽车总销量将达到 2627.5 万辆,其中新能源汽车销量达到 352 万辆,新能源汽车渗透率从 2020 年的 5%快速提升至 13%,2021 年成为中国电动

汽车的元年。2021 年全球汽车总销量 8105 万辆，新能源车销量约为 650 万辆，2021 年全球新能源车渗透率达 8%，据 EVTank 和德勤预测，2022 年全球汽车销量将微增至 8760 万辆，新能源汽车销量将增长至 861 万辆，渗透率从 8% 提升至 10%，因此，全球将在 2022 年迎来电动车快速发展的切换窗口。

2) 配套充电桩带动需求充电桩：新能源汽车产业发展一方面取决于自身性能提升，另一方面与配套充电设施完善程度密切相关。2017 年国家发改委、国家能源局等部委下发的《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020 年）》提出进一步大力推进充电基础设施建设，测算要求到 2020 年我国车桩比例达到约 1:1 的配套水平。根据中德电动汽车合作发展报告，截至 2020 年 6 月底，全国车桩比例 3.16:1，距 1:1 的目标仍有较大差距。2018 年以来，国家和各地政府陆续出台了充电桩建设及运营补贴政策，国家电网、南方电网、华为、阿里、宁德时代等国有和民营企业也纷纷加快充电桩市场布局。国务院办公厅发布的《新能源汽车产业发展规划

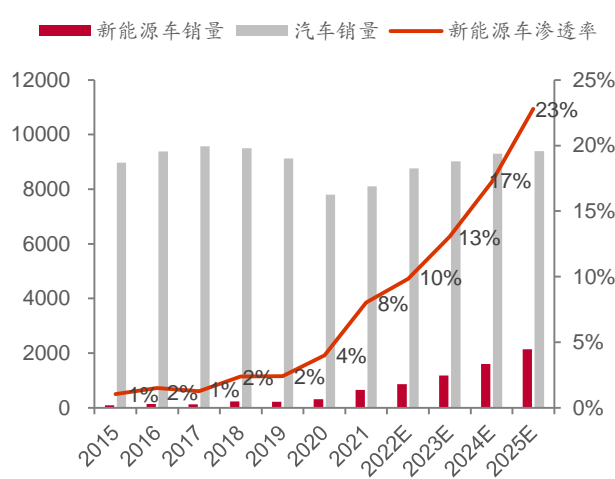
- 《（2021-2035）》明确提出了 2025 年我国新能源汽车占比达到 20% 的目标，配套充电桩市场的未来需求将呈倍速增长，市场空间广阔。

图表 16：中国大陆新能源汽车销量（万辆）及渗透率



来源：中汽协，中泰证券研究所

图表 17：全球新能源汽车销量（万辆）及渗透率



来源：EVTank，德勤，中泰证券研究所

- **公司：直流接触器技术发展多年，市场份额的提升空间广阔。**公司在新能源汽车与充电桩领域的主要产品是陶瓷高压直流接触器与接触点组，接触点组除用于自身陶瓷高压直流接触器生产外，对外均销售给 GIGAVAC。

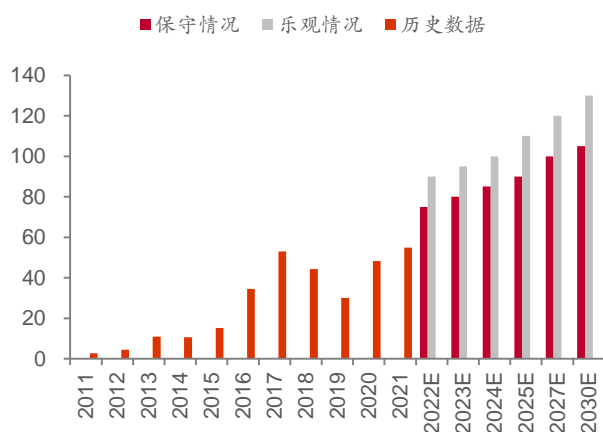
1) 布局较早：2016 年 3 月，国力股份与客户 GIGAVAC 合资设立国力源通，从事陶瓷高压直流接触器的生产与销售，GIGAVAC 的高压直流接触器广泛应用于特斯拉的车辆及超级充电站上。

2) 市场份额有较大提升空间：产品已广泛应用于多款品牌和型号的商用车、乘用车以及充电设施，根据招股书，公司 2020 年约占国内新能源汽车及充电设施高压直流接触器市场份额的 10%-20% 之间，2019 年松下电器、宏发股份共占据全球近 60% 的市场份额，宏发股份占据国内约 40% 的市场份额，公司的市场份额与行业龙头仍有一定差距。

3) **技术优势**: 公司是国内较早实现陶瓷高压直流接触器产业化的厂商, 可按照下游客户需求批量生产多系列产品, 且在高压、大电流等苛刻条件下, 公司的陶瓷高压直流接触器具有高可靠性及使用寿命长等特点。

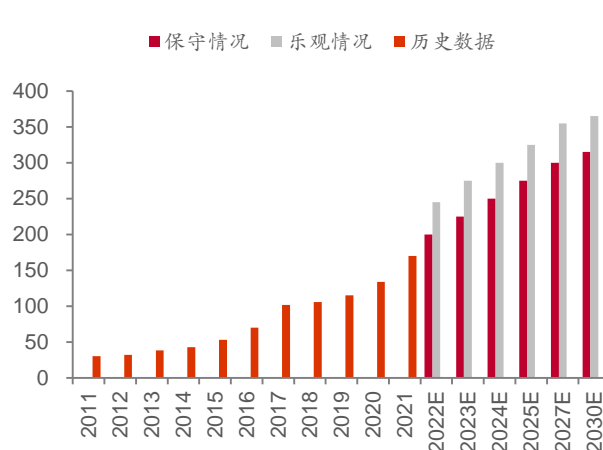
- **下游应用二: 碳减排目标叠加光伏装机成本下降, 驱动光伏装机规模快速增长。** 1) **国内方面**, 随着光伏装机成本持续下行, “双碳”目标下“十四五”期间将迎来市场化建设高峰, 根据 CPIA 数据, 预计国内年均光伏装机新增容量为 70-130GW, 保守估计 2022 年新增装机容量 75GW, 同比+37%。2) **海外方面**, 为实现碳减排任务, 多国进行了光伏装机规划, 市场增长确定性高, 据 CPIA 预测, 2030 年全球光伏新增装机量将 315GW, 累计装机量超 2000GW。

图表 18: 中国光伏新增装机容量 (GW)



来源: CPIA, 中泰证券研究所

图表 19: 全球光伏新增装机容量 (GW)

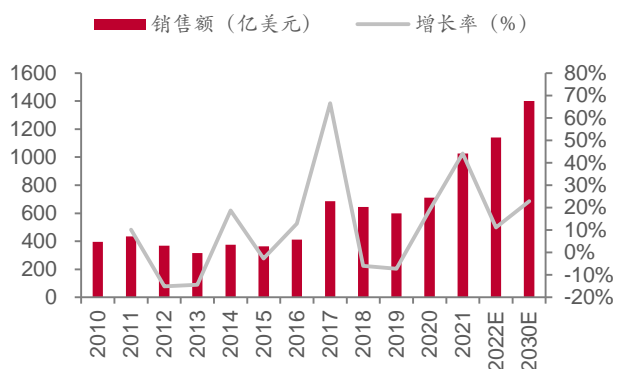


来源: CPIA, 中泰证券研究所

- **公司: 产品应用于光伏逆变器、风电变流器中, 收入稳步增长, 份额低, 市场扩展空间大。** 公司产品包括陶瓷高压直流接触器、真空交流接触器, 目前公司产品陆续配套特变电工、新风光电子科技股份有限公司、东莞新能安科技有限公司、阳光电源股份有限公司等下游新能源厂商, 目前在市场中建立了一定口碑, 收入稳步增长, 公司目前的市场占有率较低, 未来仍有较大扩展空间。
- **下游应用三: 半导体设备零部件大市场, 大陆低自给。** 1) **半导体零部件大市场**: 根据 SEMI 最新预测, 2022 年全球半导体设备市场扩大到 1140 亿美金, 仅考虑设备厂商所需的零部件, 以设备厂毛利率 40%、设备的直接材料成本占比约 90% (即不同类型的精密零部件产品), 零部件占设备市场的 50%来测算, 2022 年全球半导体零部件市场超 300 亿美金。2021 年中国大陆半导体设备市场 296 亿美金, 占全球的 29%, 是全球第一大半导体设备市场。根据北京半导体行业协会的测算, 2020 年中国大陆晶圆厂采购 8 寸和 12 寸前道设备零部件金额约 4.3 亿, 2023 年新增 50% 产能, 按照设备、产线同时有零部件的采购需求, 预计国内半导体零部件市场规模在 2023 年将超过 80 亿元, 到 2025 年有望超过 120 亿元。2) **国产化率低, 国内设备厂主要从海外采购**: 国产化率超 10% 的有石英件 (Quartz)、气体喷淋头 (Shower head)、边缘环 (Edge Ring) 等少数几类, 其余的国产化程度都比较低, 特别是阀门 (Valve)、规 (Gauge)、密封圈 (O-ring) 等几乎完全依赖进口。国产化程度低主要系半导体零

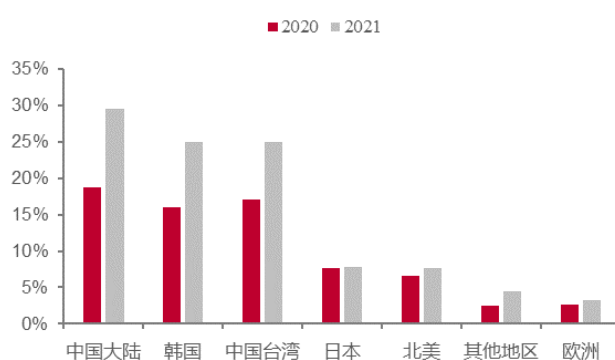
部件技术要求高，在精度、材料加工方面国内厂商难以达到要求，同时市场细分化、规模小，吸引力低。另外统计华清海科、中微公司等6家设备厂的前五大供应商，第一大、第二大供应商基本都是海外厂商，国内厂商主要是第四大、第五大供应商，位次靠后。

图表 20: 全球半导体设备市场规模 (亿美元)



来源: SEMI, 中泰证券研究所

图表 21: 2020-2021 年分地区半导体设备市场份额



来源: SEMI, 中泰证券研究所

图表 22: 8-12 寸晶圆设备部分零部件供应商及自给率情况

零部件	英文名称	海外供应商	国内供应商	自给率
石英件	Quarts	Ferrotec (日本) Heraeus (德国)	菲利华、太平洋石英	>10%
边缘环	Edge Ring	Tokai Carbon (日本) EPP	珍宝、神工半导体	>10%
气体喷淋头	Shower Head	新鹤 Alcatel (法国) Pfeiffer, Leybold (德国)	靖江先锋、江丰电子	>10%
泵	Pump	Edwards (英国) Ebara, Ulvac (日本) Varian (美国)	沈阳科仪、京仪	5%-10%
陶瓷件	Ceramic		苏州柯玛	5%-10%
射频电源	RF Generator	AE, MKS (美国) Kyosan, Daihen (日本) Brooks (美国)	北广科技、中科院微电子	1%-5%
机器人	Robot	Yaskawa, Kawasaki, JEL, Rorze (日本) Robostar, RND, Kostek (韩国)	新松机器人	1%-5%
气体流量控制计	MFC	Brooks, MKS (美国) Fujikin, Horiba (日本) CDK	北方华创	1%-5%
阀门	Valve	Fujikin (日本) VAT, MKS (美国) Swagelok, Hamlet		<1%
规	Gauge	MKS (美国) Inficon (瑞士)		<1%
密封圈	O-Ring	Dupont (美国)		<1%

来源：芯谋研究，中泰证券研究所

图表 23：大陆代表半导体设备企业的前五大供应商

企业名称	截至日期	第 1 大供应商	第 2 大供应商	第 3 大供应商	第 4 大供应商	第 5 大供应商
华海清科	2020	北京锦通昌精密机械	RORZE CORPORATION (日本)	TOKYO KEISO (日本)	北京锐洁机器人	SUCCEED FEDERAL INTERNATIONAL (中国香港)
拓荆科技	2021Q3	MSK (美国)	UCTT (美国)	苏州冠韵威电子	RORZE CORPORATION (日本)	BROOKS AUTOMATION (美国)
屹唐股份	2021Q2	RORZE CORPORATION (日本)	UCTT (美国)	Expol (美国)	Unitech Tool & Machine (美国)	Hannusch Industrieelektronik GmbH (德国)
中微公司	2018	UCTT (美国)	Ferrotec (德国)	MSK (美国)	靖江先锋半导体	昂坤视觉
盛美股份	2021Q2	NINEBELL (韩国)	Advance Electric America (美国)	Nippon Pillar Corporation of America (美国)	苏州兆恒众力精密机械	HORIBA (日本)
芯源微	2019Q2	NIDEC SANKYO(日本)	沈阳华业金属装饰制品厂	SMC (美国)	苏州兆恒众力精密机械	昆山科迪特精密

来源：各公司招股说明书，中泰证券研究所

- 公司：产品应用于刻蚀、气象沉积等设备的射频电源，产品对标海外，国产替代空间明确。**公司主要生产陶瓷真空电容器及陶瓷高压真空继电器。用于离子体刻蚀、增强气相沉积、气相清洗设备中射频电源。真空电容器对标瑞士 Comet、日本明电舍等，公司产品具有耐压高、承载电流大、损耗小、寿命长等特点，在性能参数等方面与国外竞争对手基本相当，且生产成本较低，目前已与 ADTEC Plasma Technology、北方华创、中微等设备厂建立了合作关系。根据公司测算，真空电容器约占刻蚀机和薄膜沉积设备价值的 1%-5%，可推算 2019 年真空电容器在半导体设备制造领域的国内市场份额约为 3.56-17.81 亿元，2021 年公司真空电容器营收不足 4000 万，目前公司市占率仍较低，国产替代空间广阔。

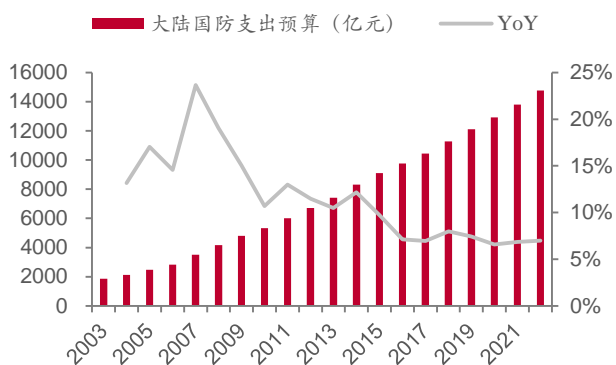
图表 24：公司真空电容器产品性能参数与海外对手基本相当

主要参数	参数释义	国力股份	明电舍	Comet	
电容量	表示产品存储电荷的能力，按照容量等级划分一般以 25pF 的倍数增加	500pF	500pF	500pF	符合等级要求
额定电压	产品正常工作的系统电压的交流峰值，额定电压越高，射频电源能够输出的功率就越大，额定电压越高越好	12kVp	12kVp	12kVp	符合用户要求，达到行业先进企业技术水平
额定电流 / 最大射频电流	产品能够允许通过的最大电流，额定电流越大，射频电源能够输出的功率就越大，额定电流越大越好	95A	94A	94A	符合客户要求，达到行业先进企业技术水平
重量	按照客户要求，越轻越好	0.9kg	0.9kg	0.65kg	符合客户要求

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

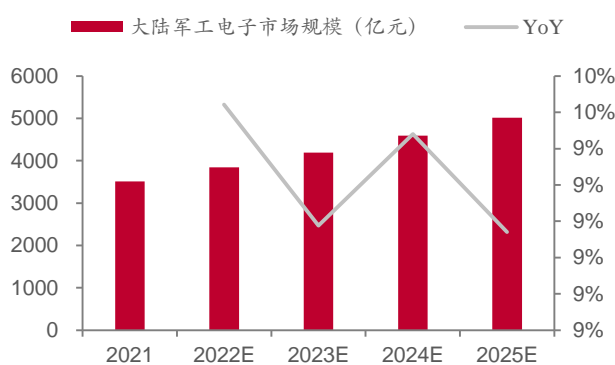
- **下游应用四：国防开支稳步增长，军用真空电子器件需求增长。**近年来我国综合国力不断增强，为应对周边安全局势及国际关系的变化对国防战略的调整，国防支出呈增长趋势，预计2022年大陆国防开支达14760亿人民币，同比增长7%，预计2022年大陆军工电子市场规模达3842亿元，同比+10%。

图表 25：大陆国防支出（亿元）及 yoy



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 26：大陆军工电子市场规模（亿元）及 yoy



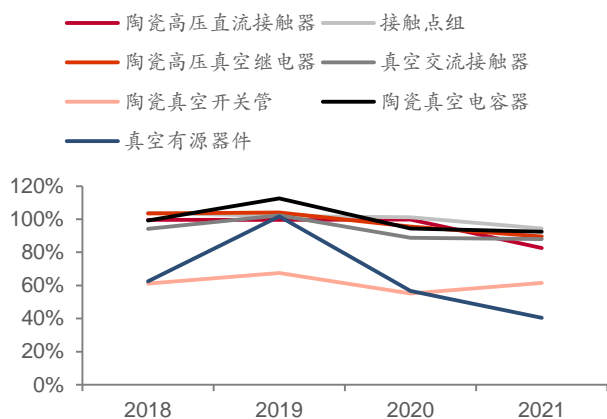
来源：EVTank，德勤，中泰证券研究所

- **公司：军用产品进入门槛高，公司进入市场早，已取得认证及客户的广泛认可。**公司在军用产品主要为陶瓷高压真空继电器、陶瓷高压直流接触器等。1) 军用产品高门槛，进入壁垒高：航天航空及军工装备市场对供应商的遴选极为严苛，需提前经过军品认证，准入门槛较高，一旦选定供应商则不轻易更换。2) 公司进入时间早，有强大的定制化经验：公司是进入市场较早的国产军用高压真空继电器供应商，近年开发军用直流接触器市场，在行内品牌知名度高，已取得军品认证资质及军品客户广泛认可。另外公司有多强大的定制化生产能力，可为军用客户定向开发生产。
- **下游应用五：传统能源领域，公司业务发展较早，产品技术成熟，收入增长稳定。**公司主要涉及产品包括真空交流接触器、陶瓷真空开关管等，下游终端客户主要集中在煤矿、传统电力变电、配电、发电等应用领域，主要聚焦于中压、低压细分领域，而行业规模较大的企业大多聚焦于中高压、高压领域。
- **下游应用六：安检、辐照设备市场，国产化起步整体较晚，公司打破海外垄断。**安检、辐照设备市场关键电子元器件长期依赖进口，上游供应商多为国外厂商，公司打破海外垄断，自主研发生产的大功率闸流管、大功率磁控管和大功率速调管已应用于安检和工业辐照系统，产品具有调谐快、大功率、长寿命的特点，制造技术复杂，工艺难度大，应用准入要求极高。

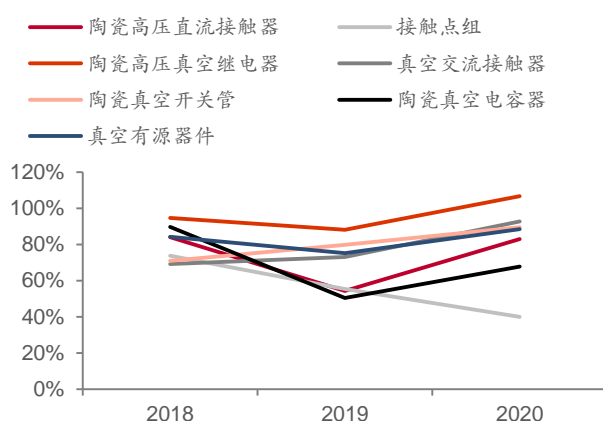
2.2 产能利用率处高位，募投产能保障未来发展

- **公司库存控制得当，产能利用率整体保持高位。**(1) 产销率：公司以“以销定产”为主、部分定制化为辅，2018-2021年，公司各细分产品的产

销率均保持在较高水平，“以销定产”的经营模式不积压库存，有助于公司控制生产成本。（2）产能利用率：2019年，客户需求不足导致订单不饱和，整体产能利用率下降，不同产品的产能利用率出现分化。2020年，新能源汽车等行业恢复高景气度，市场需求旺盛，产能利用率明显回升，陶瓷高压真空继电器、真空交流接触器的产能利用率90%+。

图表 27：2018-2021 年各产品产销率情况


来源：招股书，2021 年报，中泰证券研究所

图表 28：2018-2020 年各产品产能利用率情况


来源：招股书，中泰证券研究所

- 扩大新能源、半导体、军工等领域产品产能，突破产能瓶颈，保障长期发展。**公司 IPO 募投四个项目，其中三个生产项目，“真空继电器、真空电容器生产项目”由母公司承担，调整后拟投入募集资金 1.36 亿元，扩建陶瓷高压真空继电器、陶瓷真空电容器产能，应用于航空航天及军工、半导体等领域，截止 22H1 资金投入进度已过半；“高压直流接触器生产项目”拟投入募集资金 0.7 亿元，由子公司国力源通实施，扩充对公司现有陶瓷高压直流接触器生产能力及产品型号，针对新能源汽车、光伏及风电、储能等领域；“电子真空器件研发中心项目”，拟投入募集资金 0.3 亿元，由国力研究院实施，聚焦大功率速调管、大功率磁控管等长期进口依赖的领域。

图表 29：募投项目

序号	项目名称	调整后募集资金投资总额 (亿元)	22H1 投入进度	建设期	应用领域	实施主体
1	真空继电器、真空电容器生产项目	1.36	77%	2 年	航空航天及军工、半导体、安检等	昆山国力电子科技有限公司
2	高压直流接触器生产项目	0.7	19%	2 年	新能源汽车、光伏及风电、储能	昆山国力源通新能源科技有限公司
3	电子真空器件研发中心项目	0.3	27%	1 年	大功率速调管、大功率磁控管等长期进口依赖领域	昆山国力大功率器件工业技术研究院有限公司
4	补充流动资金	1.5				
	合计	3.86				

来源：公司公告，中泰证券研究所

3、投资建议

- 公司是老牌的电子真空器件厂商，深耕产业 30 余年，技术实力雄厚、产品矩阵多元。目前下游新能源汽车、风光储、半导体、军工等领域需求快速增长，公司可充分受益多个产业的发展红利，IPO 募投产能突破产能瓶颈，营收、利润有望实现高增。
- 直流接触器：主要应用于新能源车、充电桩，募投产能突破产能瓶颈，营收有望快速增长，但毛利率可能因竞争加剧而承压。预计 22/23/24 年营收 3.7/7.5/10.4 亿元，同比+82%/104%/40%，毛利率为 36%/35%/33%。
- 交流接触器：主要应用于风光储能，受益行业高需求，营收有望实现快速增长。预计 22/23/24 年营收为 1.2/1.8/2.4 亿元，同比+41%/60%/30%，毛利率为 26%/25%/24%。
- 真空继电器：可应用于新能源车、航空航天军工、半导体等多领域，产品需求增速预计稳健。预计 22/23/24 年营收为 0.9/1.2/1.3 亿元，同比+12%/27%/15%，毛利率为 68%/67%/66%。
- 真空电容器：应用于半导体设备的射频电源，公司技术水平对标海外，国产替代需求明确，营收有望快速增长。预计 22/23/24 年营收为 0.7/1.3/1.9 亿元，同比+81%/91%/39%，毛利率为 49%/48%/47%。
- 真空开关管：应用于传统能源领域，预计营收稳定。预计 22/23/24 年营收为 0.4/0.4/0.5 亿元，同比+14%/13%/10%，毛利率为 17%/16%/15%。
- 接触点组：用于新能源汽车等领域，预计营收将维持较高增速。预计 22/23/24 年营收为 0.4/0.6/0.7 亿元，同比+23%/32%/18%，毛利率为 26%/25%/24%。
- 真空有源器件：主要应用于安检辐照等领域，大陆依赖海外产品，公司技术水平领先，国产替代需求明确。预计 22/23/24 年营收为 0.2/0.2/0.2 亿元，同比+16%/17%/13%，毛利率为 63%/62%/61%。
- 其他业务收入：预计 22/23/24 年营收为 0.3/0.4/0.4 亿元，同比+20%/22%/8%，毛利率为 30%/30%/30%。

图表 30：营收拆分

		2021	2022E	2023E	2024E
直流接触器	营业收入（百万元）	201	365	745	1043
	yoy	47%	82%	104%	40%
	毛利率	37%	36%	35%	33%
交流接触器	营业收入（百万元）	81	115	184	239
	yoy	26%	41%	60%	30%
	毛利率	27%	26%	25%	24%
真空继电器	营业收入（百万元）	82	92	117	134
	yoy	3%	12%	27%	15%
	毛利率	69%	68%	67%	66%
真空电容器	营业收入（百万元）	38	70	133	185
	yoy	62%	81%	91%	39%
	毛利率	50%	49%	48%	47%
真空开关管	营业收入（百万元）	32	37	41	46
	yoy	-18%	14%	13%	10%
	毛利率	18%	17%	16%	15%
接触点组	营业收入（百万元）	36	44	58	68

	yoy	29%	23%	32%	18%
	毛利率	27%	26%	25%	24%
真空有源器件	营业收入 (百万元)	15	17	20	23
	yoy	11%	16%	17%	13%
	毛利率	64%	63%	62%	61%
其他业务收入	营业收入 (百万元)	24	29	35	38
	yoy	18%	20%	22%	8%
	毛利率	45%	30%	30%	30%
合计	营业收入 (百万元)	509	768	1,333	1,775
	yoy	26%	51%	74%	33%
	毛利率	41%	39%	37%	35%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 综上，我们预计 2022/2023/2024 年营收为 7.7/13.3/17.8 亿元，同比增长 51%/74%/33%，归母净利润为 1.0/2.0/2.9 亿元，同比增长 39%/96%/47%，参考可比公司估值，考虑到公司行业地位及业绩弹性，首次评级，给予公司“买入”评级。

图表 31：可比公司估值

股票代码	公司简称	现价	净利润 (百万元)		PE	
		2022/11/3	2022E	2023E	2022E	2023E
600885.SH	宏发股份	37.1	1348	1732	29	22
002025.SZ	航天电器	79.6	646	835	56	43
688776.SH	国光电气	228.3	277	467	64	38
平均值					49	34
688103.SH	国力股份	64.6	102	200	60	31

注：宏发股份、宝光股份、国光电气、富创精密均使用 wind 一致预期

来源：Wind，中泰证券研究所

4、风险提示

- 公司扩产进度不及预期：目前公司产能利用率处于高位，未来增长依靠产能扩张，受外围环境波动等影响，公司扩产进度可能不及预期。
- 下游需求不及预期：半导体、新能源等有下游需求不及预期的风险。
- 行业竞争加剧：目前公司市占率较小，若市场竞争加剧，盈利能力可能不及预期。
- 所依据的信息滞后的风险：本报告依据的财务信息主要是截至 2022H1 年、2021 年、2020 年，存在信息更新不及时的风险。
- 行业规模测算偏差的风险：报告中的全球半导体零部件市场是基于市场数据自行测算，存在与实际数据偏差的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	506	553	801	1,015	营业收入	509	768	1,333	1,775
应收票据	39	0	0	0	营业成本	301	472	838	1,151
应收账款	201	296	504	666	税金及附加	4	4	8	12
预付账款	6	7	13	17	销售费用	16	15	25	36
存货	142	192	259	446	管理费用	68	88	146	126
合同资产	4	2	4	7	研发费用	41	54	89	105
其他流动资产	31	37	65	89	财务费用	1	-11	-12	-9
流动资产合计	925	1,086	1,642	2,233	信用减值损失	-3	-15	-15	-15
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-3	-60	-55	-50
长期股权投资	10	10	10	10	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	92	81	71	62	投资收益	1	34	45	27
在建工程	107	107	107	107	其他收益	4	4	4	4
无形资产	13	10	10	10	营业利润	77	109	217	319
其他非流动资产	142	142	142	143	营业外收入	4	4	4	5
非流动资产合计	363	350	341	332	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	1,288	1,436	1,983	2,565	利润总额	81	113	221	324
短期借款	5	97	226	335	所得税	8	11	21	31
应付票据	79	95	179	270	净利润	73	102	200	293
应付账款	144	142	254	352	少数股东损益	0	1	1	2
预收款项	0	6	9	7	归属母公司净利润	73	101	199	291
合同负债	15	14	24	32	NOPLAT	75	92	190	285
其他应付款	5	5	5	5	EPS (按最新股本摊薄)	0.77	1.06	2.08	3.06
一年内到期的非流动负债	27	27	27	27					
其他流动负债	45	65	110	134					
流动负债合计	320	450	835	1,162					
长期借款	2	-17	-36	-56					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	14	14	14	14					
非流动负债合计	16	-4	-23	-42					
负债合计	336	446	812	1,120					
归属母公司所有者权益	944	981	1,161	1,434					
少数股东权益	8	9	10	11					
所有者权益合计	952	990	1,171	1,445					
负债和股东权益	1,288	1,436	1,983	2,565					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	41	-52	102	110
现金收益	88	104	200	295
存货影响	-47	-50	-67	-186
经营性应收影响	-54	2	-158	-117
经营性应付影响	62	19	200	186
其他影响	-7	-127	-73	-68
投资活动现金流	-43	35	43	25
资本支出	-89	1	-1	-1
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	46	34	44	26
融资活动现金流	209	64	103	79
借款增加	-30	72	110	90
股利及利息支付	0	-22	-50	-71
股东融资	288	0	0	0
其他影响	-49	14	43	60

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	25.8%	50.8%	73.6%	33.2%
EBIT 增长率	-48.0%	23.4%	106.0%	50.6%
归母公司净利润增长率	-47.2%	39.1%	95.8%	46.6%
获利能力				
毛利率	40.9%	38.5%	37.1%	35.2%
净利率	14.4%	13.3%	15.0%	16.5%
ROE	7.7%	10.3%	17.0%	20.2%
ROIC	9.2%	10.2%	16.4%	19.3%
偿债能力				
资产负债率	42.5%	43.4%	26.1%	31.1%
债务权益比	5.0%	12.1%	19.7%	22.1%
流动比率	2.9	2.4	2.0	1.9
速动比率	2.4	2.0	1.7	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.7	0.7
应收账款周转天数	123	117	108	119
应付账款周转天数	148	109	85	95
存货周转天数	142	128	97	110
每股指标 (元)				
每股收益	0.77	1.06	2.08	3.06
每股经营现金流	0.43	-0.55	1.07	1.15
每股净资产	9.90	10.29	12.17	15.03
估值比率				
P/E	84	60	31	21
P/B	7	6	5	4
EV/EBITDA	201	167	87	59

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。