

业绩超预期，多点发力打造平台型电源企业

2023 年 04 月 18 日

► **事件：公司 2022 年业绩亮眼。**2023 年 4 月 11 日，公司发布 2022 年年度报告，全年公司实现营收 12.83 亿元，同比+94.34%，实现归母净利润 3.39 亿元，同比+115.47%，实现扣非归母净利润 3.26 亿元，同比+126.74%。分季度看，22 年 Q4 公司实现营收 5.11 亿元，同比+171.30%，环比+59.82%，实现归母净利 1.31 亿元，同比+263.24%，环比+51.66%。

► **点评：光伏业务占据主导，盈利能力稳中有升。**2022 年公司主要收入来自于光伏行业，实现收入 6.13 亿元，同比+71%，占比为 47.82%；半导体行业实现收入 1.95 亿元，同比+175%，占比为 15.17%。盈利能力方面，公司净利率有所提升，22 年达到 26.42%，与 21 年相比提升 2.57Pcts；费用率方面，22 年公司期间费用率为 12.70%，与 21 年相比下降 5.25Pcts，其中销售费用率和管理费用率分别为 4.05%/8.82%，下降了 1.84/3.56Pcts。

► **核心看点：多成长曲线共舞，打造平台型电源厂商。**公司成立于 1996 年专注于以功率控制电源、特种电源为代表的工业电源设备的研发制造，下游应用场景广阔。**光伏：**公司在硅料与硅片设备电源中的市占率常年保持在 70%以上。硅料方面，公司主要客户多为行业领先企业，作为电源龙头有望充分受益于硅料产能扩张；硅片方面，公司主要客户为隆基、中环等头部客户，随着今年高纯石英砂紧缺逻辑的演绎，硅片头部厂商或将得益于供应链优势，行业集中度有望提升，公司作为设备龙头有望受益；电池片方面，目前公司已经成功研发射频电源与溅射电源，在 TOPCon 与 HJT 两种技术路线的设备上均有新的电源产品正在进行测试，有望后期实现国产替代与批量供应。**半导体：**随着中国半导体设备公司进口替代的加速，国产设备厂商需要重点考虑的是核心零部件的进口替代，而电源作为半导体设备温场控制的核心，有望深度受益。**充电桩：**随着海内外充电桩相关政策的落地，市场规模将快速提升。公司全资子公司蔚宇电气专注于充电桩的研发，目前已取得相关专利 30 余件，蔚宇电气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，且该产品获得了多项行业内奖项。**其他：**公司其他业务包括钢铁冶金、玻璃玻纤、科研院所等行业的电源以及功率器件的产品配套。此外公司在储能、氢能等行业中也已展开布局

► **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 20/30/35 亿元，归母净利为 4.83/6.79/8.30 亿元，对应现价 PE 为 38X/27X/22X。公司为国内电源设备领先企业，下游应用场景广阔，有望受益于光伏、半导体等行业的高速发展，充电桩、储能等新业务有望为公司注入新的活力，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

► **风险提示：**上游原材料波动的风险、下游需求不及预期的风险、公司产能建设不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1283	2011	3007	3531
增长率 (%)	94.3	56.8	49.5	17.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	339	483	679	830
增长率 (%)	115.5	42.3	40.7	22.2
每股收益 (元)	2.36	3.36	4.72	5.77
PE	53	38	27	22
PB	12.0	9.6	7.5	5.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 17 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

126.00 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 郭彦辰

执业证书：S0100522070002

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

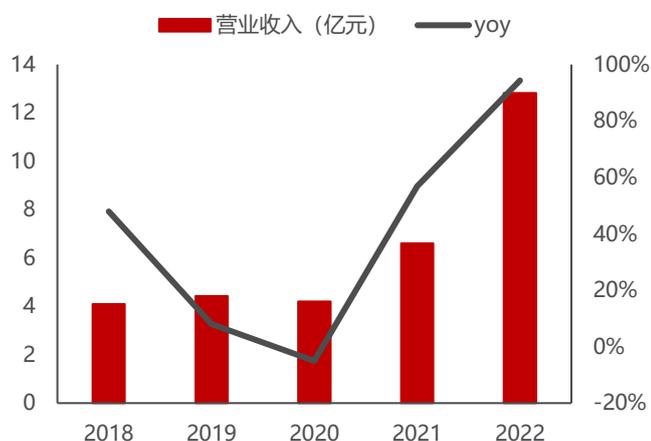
目录

1 事件：公司 2022 年业绩亮眼	3
2 点评：光伏业务占据主导，盈利能力稳中有升	4
3 核心看点：多成长曲线共舞，打造平台型电源厂商	6
4 盈利预测与投资建议	8
4.1 盈利预测假设与业务拆分	8
4.2 相对估值	9
4.3 投资建议	10
5 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 事件：公司 2022 年业绩亮眼

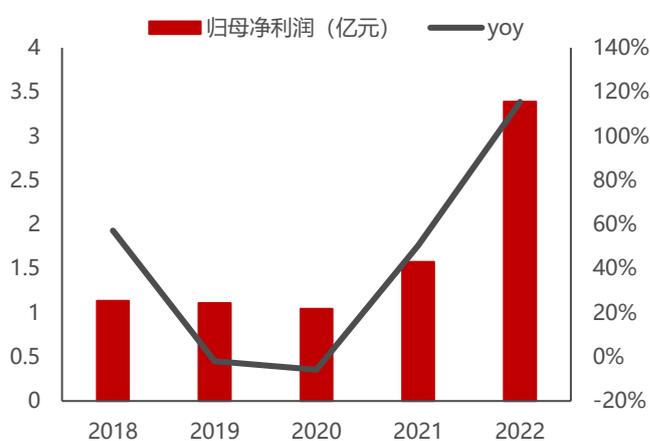
2023 年 4 月 11 日，公司发布 2022 年年度报告，全年公司实现营收 12.83 亿元，同比+94.34%，实现归母净利润 3.39 亿元，同比+115.47%，实现扣非归母净利润 3.26 亿元，同比+126.74%。分季度看，22 年 Q4 公司实现营收 5.11 亿元，同比+171.30%，环比+59.82%，实现归母净利 1.31 亿元，同比+263.24%，环比+51.66%。总体来看，公司业绩高增得益于公司在新产品研发、市场开拓、优化经营管理等方面持续提升，面对芯片等原材料价格上涨和公司订单增长等情况，公司不断优化内部经营管理，通过提质增效、精益生产等管理改进取得了显著成效。

图1：2018-2022 公司营收（亿元）及增速



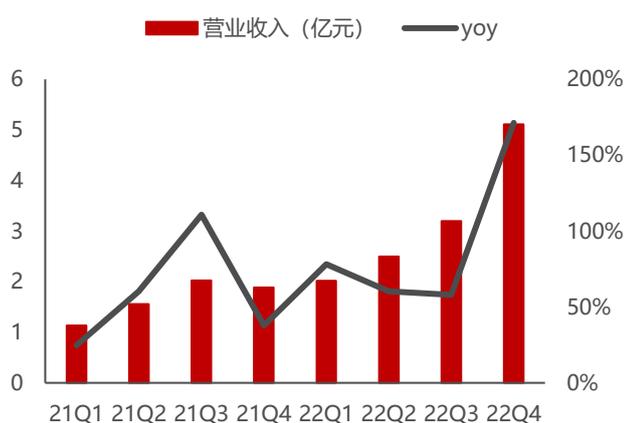
资料来源：ifinD，民生证券研究院

图2：2018-2022 公司归母净利润（亿元）及增速



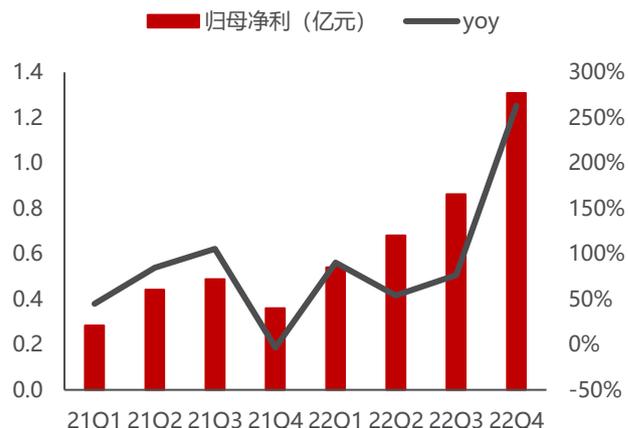
资料来源：ifinD，民生证券研究院

图3：21Q1-22Q4 公司营收（亿元）及增速



资料来源：ifinD，民生证券研究院

图4：21Q1-22Q4 公司归母净利润（亿元）及增速



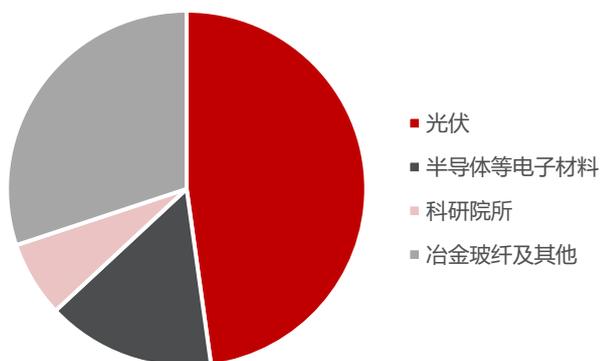
资料来源：ifinD，民生证券研究院

2 点评：光伏业务占据主导，盈利能力稳中有升

按照行业分类，2022 年公司主要收入来自于光伏行业，实现收入 6.13 亿元，同比+71%，占比为 47.82%；半导体行业实现收入 1.95 亿元，同比+175%，占比为 15.17%；冶金玻纤及其他行业实现收入 3.86 亿元，同比+83%，占比为 30.08%；来自于科研院所的收入为 0.88 亿元，占比为 6.82%。

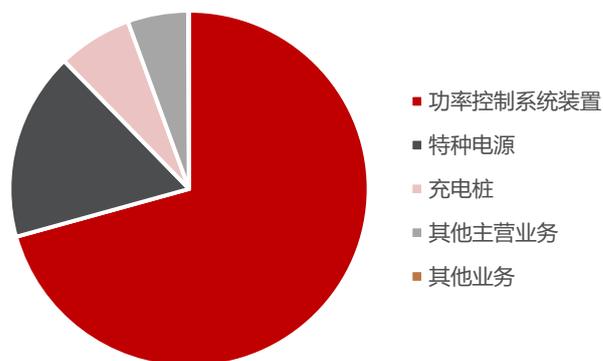
按照产品分类，2022 年功率控制系统装置实现收入 9.06 亿元，同比+79%；特种电源实现收入 2.19 亿元，同比+155%；充电桩实现收入 0.86 亿元，同比+126%。

图5：公司 22 年营收占比（按行业）



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：公司 22 年营收占比（按产品）

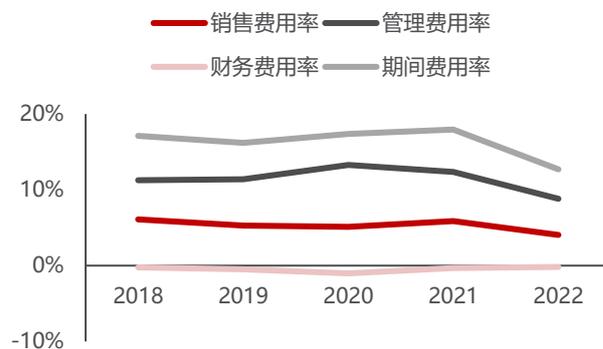


资料来源：wind，民生证券研究院

毛利率小幅下降，净利率有所提升。公司 22 年毛利率为 39.14%，与 21 年相比下降 3.03Pcts，主要是由于占比较大的光伏业务与半导体业务毛利率有所下滑，但是净利率有所提升，22 年达到 26.42%，与 21 年相比提升 2.57Pcts，净利率的提升主要得益于公司出货量增加带来的规模效应，22 年公司期间费用率为 12.70%，与 21 年相比下降 5.25Pcts，其中销售费用率和管理费用率分别为 4.05%/8.82%，下降了 1.84/3.56Pcts。

图7：公司 2018-2022 年毛利率与净利率


资料来源：wind，民生证券研究院

图8：公司 2018-2022 年期间费用率


资料来源：wind，民生证券研究院

各业务齐头并进，出货量增长显著。“十四五”规划中明确提出了“创新驱动发展战略”和建设“科技强国”等理念，且对光伏的重视程度达到了新的高度，得益于行业的景气与公司较强的产品竞争力与品牌影响力，22年公司各业务出货量均有较大增幅，其中光伏行业出货 19640 台，增速为 45%；半导体行业出货为 10661 台，增速为 175%；随着国家对科研实验投入的加大以及科研院所科研成果产业化水平的提高，公司用于科研实验的特种电源也具有一定的市场空间和竞争力，22年出货量为 3248 台，增速为 508%；冶金玻纤及其他出货 129547 台，增速为 109%。

表1：公司 2022 年各业务出货量

单位 (台)	2022	2021	增长率
光伏行业	19640	13555	45%
半导体等电子材料	10661	3877	175%
科研院所	3248	534	508%
冶金玻纤及其他	129547	62102	109%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 核心看点：多成长曲线共舞，打造平台型电源厂商

深耕电源行业多年，下游应用场景广阔。四川英杰电气股份有限公司成立于1996年，是专业的工业电源设计及制造企业，于2020年2月13日在深交所创业板上市，是国家高新技术企业、国家知识产权优势企业、国家专精特新“小巨人”企业。公司专注于以功率控制电源、特种电源为代表的工业电源设备的研发制造，产品广泛应用于石油、化工、冶金、机械、建材等传统行业以及光伏、核电、半导体、环保等新兴行业。

光伏：硅料、硅片设备电源龙头企业，电池片设备电源国产替代加速。公司产品应用于光伏行业的材料生产设备的电源控制上，在硅料、硅片与电池片环节中均有应用，在硅料与硅片电源中的市占率常年保持在70%以上，与通威、协鑫、特变电工、亚洲硅业、中环、隆基等硅料与硅片头部厂商均建立了合作关系。

硅料方面，23年行业内硅料新增产能大量释放，根据公司公告，预计23年国内硅料产量将超过124万吨，同比+50%，公司作为电源龙头有望充分受益。

硅片方面，根据公司公告，23年全国硅片产量将超过535.5GW，同比+50%，行业的高增速有望提升下游对电源设备的需求。公司产品质量良好，品牌力强，于22年获得隆基供应商“卓越品质奖”，体现了头部厂商对公司产品的肯定。此外，随着今年高纯石英砂紧缺逻辑的演绎，硅片头部厂商或将得益于海外厂商以及石英股份的保供带来的供应链优势，行业集中度有望进一步提升，公司有望间接受益。

电池片方面，电池片设备的电源此前主要被海外厂商占领，目前公司已经成功研发射频电源与溅射电源，在TOPCon与HJT两种技术路线的设备上均有新的电源产品正在进行测试，有望后期实现国产替代与批量供应。

图9：公司荣获隆基供应商“卓越品质奖”



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图10：公司用于光伏电池片的射频与溅射电源产品



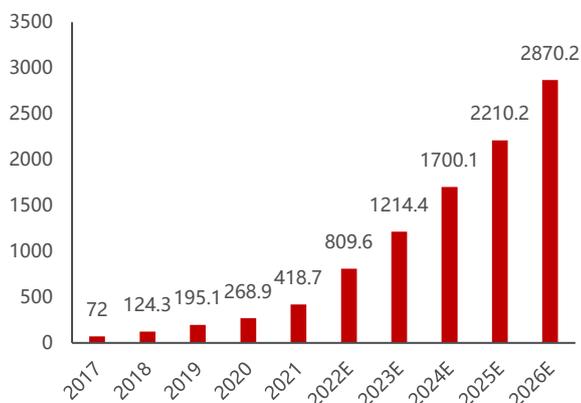
资料来源：公司官网，民生证券研究院

半导体：设备市场空间广阔，国产替代加速。根据闪德半导体的统计，中国的半导体设备行业在过去数年保持着较快的增长性，2005-2022年的CAGR为20%，近五年高达35%，预计未来三年仍处于放量期，市场空间广阔。随着中国半导体设备公司进口替代的加速，国产设备厂商需要重点考虑的是核心零部件的进口替

代，而电源作为半导体设备温场控制的核心，有望深度受益。公司深耕半导体电源多年，于 2017 年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，实现了进口替代。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链，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。

充电桩：海内外需求共振，充电桩业务打开成长空间。国内：根据中国电动汽车充电基础设施促进联盟数据，22 年我国充电基础设施新增 259.3 万台，预计 23 年将新增 340 万台随车配建充电桩，随车配建充电桩保有量将达到 681.2 万台。随着国家相关政策的推出，充电桩的建设进度正在加速，根据 36 氪研究院预测，充电桩的市场规模在 2026 年将达到 2870.2 亿元，22-26 年 CAGR 为 37.22%。海外：随着海外多国充电桩相关政策的落地，市场规模将快速提升，根据公司年报，预计 2025 年欧美整体充电桩市场空间合计约 731.2 亿元，2030 年增长至 2,515.1 亿元。公司全资子公司蔚宇电气专注于充电桩的研发，目前已取得相关专利 30 余件，蔚宇电气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，且该产品获得了多项行业内奖项。随着行业空间的扩大，叠加公司资深的品牌与技术优势，充电桩业务有望为公司业绩提供新的增量。

图11：中国充电桩行业市场规模及预测（亿元）



资料来源：公司公告，中国电动汽车充电基础设施促进联盟，36 氪研究院，民生证券研究院

图12：子公司蔚宇电气充电桩产品



资料来源：蔚宇电气官网，民生证券研究院

其他业务：公司其他业务包括钢铁冶金、玻璃玻纤、科研院所、电化学等行业的电源以及功率器件的产品配套。此外，公司在储能、氢能等新兴行业中也已经展开布局，**储能方面**，公司主要涉足储能变流器以及储能系统的集成，国外主要面向户用储能市场，国内主要面向大型工商业储能市场，目前公司正在进行储能 PCS 的研发，现已完成样机试制，处于小批量试产中，未来目标为实现最大效率 98%，循环效率 90%，满足负荷侧削峰填谷、需量管理、离网备用等多样化用电需求。公司已发布定增公告，拟投资 9286 万元用于 60MW 储能变流器与 60MWh 储能系统产能建设，项目建成后有望为公司创造新的业绩增长点。**制氢方面**，公司产品为水电解制氢设备的电源，目前与国内相关企业已建立合作关系，随着氢能的发展该业务有望提供一定增量。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

光伏：硅料产能持续扩张，硅片需求增长+大尺寸技术迭代带来的改造需求，叠加 TOPCon 和 HJT 技术迭代与设备国产化使得设备电源的增速在 23-24 年高于光伏行业，假设 23-24 年增速为 70%、60%。25 年开始，由于硅料新增产能较少，硅片环节设备迭代基本完成，设备电源需求小幅减少，预计 2025 年公司光伏设备电源收入将有所下滑。我们预计公司光伏业务 23-25 年收入为 10.43/16.73/15.90 亿元，毛利率为 34%/33%/33%。

半导体：过去几年国内半导体处于高速发展态势，公司于 2017 年开始为中微半导体开发生产 MOCVD 设备配套的特种电源产品，实现了进口替代。此外，公司与多家头部半导体设备企业深度合作，随着中国半导体设备公司进口替代的加速，核心零部件的进口替代也将加速，公司有望深度受益。预计公司半导体业务 23-25 年实现收入 2.53/3.29/4.27 亿元，毛利率为 48%/46%/46%。

充电桩：目前充电桩行业处于发展快车道，海内外需求共振，公司子公司蔚宇电气在充电桩业务已获得多项奖项，品牌优势显著，且已展开扩产计划，未来有望为公司业绩提供支撑。预计公司充电桩业务 23-25 年实现收入 2/3/6 亿元，毛利率为 20%/22%/25%。

表2：公司业务拆分

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
光伏				
收入	613.35	1042.70	1673.42	1589.75
yoy	70.67%	70%	60%	-5%
成本	420.54	688.18	1129.56	1065.13
毛利	192.81	354.52	543.86	524.62
毛利率(%)	31%	34%	33%	33%
半导体等电子材料				
收入	194.56	252.93	328.81	427.45
yoy	175.27%	30%	30%	30%
成本	98.15	131.52	179.20	230.82
毛利	96.41	121.41	149.61	196.63
毛利率(%)	50%	48%	46%	46%
科研院所				
收入	87.52	105.02	126.03	151.23
yoy	360.39%	20%	20%	20%
成本	44.62	52.51	63.64	75.62
毛利	42.90	52.51	62.38	75.62
毛利率(%)	49%	50%	50%	50%
冶金玻纤及其他				
收入	385.82	389.68	506.58	658.55

yoy	83.27%	30%	30%	30%
成本	217.24	222.11	293.81	381.96
毛利	168.59	167.56	212.76	276.59
毛利率(%)	44%	43%	42%	42%
充电桩				
收入	86.07	200.00	300.00	600.00
yoy	126%	132%	50%	100%
成本		160.00	234.00	450.00
毛利		40.00	66.00	150.00
毛利率(%)		20%	22%	25%
储能				
收入		20.71	72.48	103.54
yoy			250%	43%
成本		16.57	58.34	82.83
毛利		4.14	14.13	20.71
毛利率(%)		20%	20%	20%
合计				
收入	1,281.25	2011.03	3007.31	3530.52
yoy	94.25%	57%	50%	17%
成本	780.55	1254.33	1900.22	2203.53
毛利	500.70	756.70	1107.09	1326.99
毛利率(%)	39%	38%	37%	38%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

4.2 相对估值

公司是光伏设备电源龙头企业, 广泛运用于硅料、硅片与电池片设备中, 且光伏设备电源在公司业务中占比较大, 故我们选取光伏设备领先企业迈为股份、金辰股份、捷佳伟创作为可比公司; 随着中国半导体设备公司进口替代的加速, 国产设备厂商需要重点考虑的是核心零部件的进口替代, 电源是半导体设备温场控制的核心, 所以公司半导体设备电源业务未来有望为公司业绩提供一定支撑, 故我们选择半导体设备企业中微公司、北方华创作为可比公司。采用 4 月 17 日收盘价计算, 可比公司平均 PE 为 44X, 公司估值仍有上升空间。

表3: 可比公司 PE 数据对比

代码	公司	现价	EPS			PE		
			2022A/E	2023E	2024E	2022A/E	2023E	2024E
300751.SZ	迈为股份	292.17	5.36	9.11	13.56	55	32	22
603396.SH	金辰股份	68.46	0.78	1.80	3.16	87	38	22
300724.SZ	捷佳伟创	111.72	2.89	4.03	5.29	39	28	21
688012.SH	中微公司	190.88	1.90	2.31	2.93	100	83	65
002371.SZ	北方华创	328.90	5.75	7.84	8.44	57	42	39
平均值						68	44	34
300820.SZ	英杰电气	126.00	2.36	3.36	4.72	53	38	27

资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2023 年 4 月 17 日

4.3 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 20/30/35 亿元，归母净利为 4.83/6.79/8.30 亿元，对应现价 PE 为 38X/27X/22X。公司为国内电源设备领先企业，下游应用场景广阔，有望受益于光伏、半导体等行业的高速发展，充电桩、储能等新业务有望为公司注入新的活力，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) **上游原材料波动的风险。**直接材料在公司成本中占比较高，若原材料价格大幅上涨，可能对公司盈利能力产生影响。

2) **下游需求不及预期的风险。**公司光伏业务占比较高，受益于下游的技术迭代与需求高涨，若未来光伏技术迭代不及预期或产能扩张不及预计，可能对公司的光伏业务收入造成影响。

3) **公司产能建设不及预期。**公司已在充电桩、储能方面展开布局，若募投项目建设速度不及预期，可能对公司业绩造成影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1283	2011	3007	3531
营业成本	781	1254	1900	2204
营业税金及附加	10	20	30	35
销售费用	52	86	132	159
管理费用	44	60	90	88
研发费用	69	111	189	229
EBIT	379	536	749	914
财务费用	-2	-2	-5	-8
资产减值损失	-2	-2	-3	-3
投资收益	13	20	30	35
营业利润	389	556	781	954
营业外收支	1	-1	-1	-1
利润总额	390	555	780	953
所得税	51	72	101	124
净利润	339	483	679	830
归属于母公司净利润	339	483	679	830
EBITDA	397	554	769	935

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	262	479	767	1453
应收账款及票据	209	327	488	573
预付款项	18	28	40	44
存货	1522	2060	2860	3016
其他流动资产	661	755	882	949
流动资产合计	2672	3648	5038	6036
长期股权投资	0	20	50	85
固定资产	113	116	119	122
无形资产	51	50	50	50
非流动资产合计	196	215	244	278
资产合计	2868	3864	5282	6313
短期借款	20	20	20	20
应付账款及票据	231	412	625	724
其他流动负债	1089	1524	2197	2505
流动负债合计	1340	1956	2842	3249
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	17	17	17	17
非流动负债合计	17	17	17	17
负债合计	1357	1974	2859	3267
股本	144	144	144	144
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1510	1890	2423	3047
负债和股东权益合计	2868	3864	5282	6313

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	94.34	56.80	49.54	17.40
EBIT 增长率	133.51	41.17	39.91	21.98
净利润增长率	115.47	42.31	40.66	22.20
盈利能力 (%)				
毛利率	39.14	37.63	36.81	37.59
净利润率	26.44	24.00	22.57	23.50
总资产收益率 ROA	11.83	12.49	12.85	13.14
净资产收益率 ROE	22.46	25.54	28.02	27.23
偿债能力				
流动比率	1.99	1.86	1.77	1.86
速动比率	0.64	0.64	0.63	0.80
现金比率	0.20	0.24	0.27	0.45
资产负债率 (%)	47.34	51.08	54.14	51.74
经营效率				
应收账款周转天数	35.70	36.00	36.00	36.00
存货周转天数	711.54	600.00	550.00	500.00
总资产周转率	0.52	0.60	0.66	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	2.36	3.36	4.72	5.77
每股净资产	10.51	13.15	16.86	21.20
每股经营现金流	0.32	2.37	3.17	6.36
每股股利	0.50	1.02	1.43	1.75
估值分析				
PE	53	38	27	22
PB	12.0	9.6	7.5	5.9
EV/EBITDA	45.03	31.90	22.59	17.84
股息收益率 (%)	0.40	0.81	1.14	1.39

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	339	483	679	830
折旧和摊销	18	18	19	21
营运资金变动	-305	-149	-223	86
经营活动现金流	46	340	456	914
资本开支	-96	-17	-17	-19
投资	201	0	0	0
投资活动现金流	119	-17	-17	-19
股权募资	9	0	0	0
债务募资	14	0	-2	0
筹资活动现金流	-27	-105	-151	-208
现金净流量	137	218	288	686

插图目录

图 1: 2018-2022 公司营收 (亿元) 及增速.....	3
图 2: 2018-2022 公司归母净利 (亿元) 及增速.....	3
图 3: 21Q1-22Q4 公司营收 (亿元) 及增速.....	3
图 4: 21Q1-22Q4 公司归母净利 (亿元) 及增速.....	3
图 5: 公司 22 年营收占比 (按行业)	4
图 6: 公司 22 年营收占比 (按产品)	4
图 7: 公司 2018-2022 年毛利率与净利率.....	5
图 8: 公司 2018-2022 年期间费用率.....	5
图 9: 公司荣获隆基供应商“卓越品质奖”	6
图 10: 公司用于光伏电池片的射频与溅射电源产品.....	6
图 11: 中国充电桩行业市场规模及预测 (亿元)	7
图 12: 子公司蔚宇电气充电桩产品	7

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司 2022 年各业务出货量.....	5
表 2: 公司业务拆分.....	8
表 3: 可比公司 PE 数据对比.....	9
公司财务报表数据预测汇总.....	12

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026