

# 经纬恒润 (688326.SH)

## Q1 利润承压，看好汽车电子和研发服务持续放量

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,262	4,022	5,509	7,359	9,239
增长率 yoy (%)	31.6	23.3	37.0	33.6	25.5
归母净利润(百万元)	146	235	321	459	635
增长率 yoy (%)	98.4	60.5	36.8	43.2	38.2
ROE (%)	9.6	4.4	5.7	7.6	9.5
EPS 最新摊薄(元)	1.22	1.96	2.67	3.83	5.29
P/E(倍)	115.7	72.1	52.7	36.8	26.6
P/B(倍)	11.1	3.2	3.0	2.8	2.5

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价

**事件:** 4月26日, 公司发布 2022 年度报告及 2023 年一季报。2022 年, 公司实现营收 40.22 亿元, 同比+23.28%; 实现归母净利润 2.35 亿元, 同比+60.48%。2023 年一季度, 公司实现营收 7.39 亿元, 同比+4.26%; 实现归母净利润-0.88 亿元, 同比亏损幅度继续扩大。

**Q1 利润承压, 研发投入持续加大。** 2022 年, 公司实现营收 40.22 亿元, 同比+23.28%; 实现归母净利润 2.35 亿元, 同比+60.48%。公司营业收入的增长主要源于电子产品和研发服务及解决方案业务, 乘用车尤其是新能源汽车客户的收入贡献增加。2023Q1, 公司实现营收 7.39 亿元, 同比+4.26%; 实现归母净利润-0.88 亿元, 同比维持亏损。2022 年, 公司研发投入为 6.83 亿元, 同比增长 49.88%, 占当年营业收入的比例为 16.99%。

**三位一体业务布局, 客户订单不断拓展。** 经纬恒润是目前国内少数能实现覆盖智能驾驶电子产品、研发服务及解决方案、高级别智能驾驶整体解决方案的企业之一。公司长期深耕电子系统领域, 积极把握汽车等下游领域发展机会及趋势。我们认为, 公司汽车电子业务产品布局丰富, 形成国际知名汽车一级供应商为核心的汽车领域客户群, 未来随着汽车电子渗透率以及市场规模的不断提升, 公司有望持续受益, 实现业绩稳步提升。

**积极布局研发服务及解决方案、高级别智能驾驶业务, 助力未来长期发展。**

**研发服务及解决方案方面:** 公司业务主要包含整车电子电气开发、整车电子电气仿真测试、自主研发嵌入式软件、自主研发工具软件以及研发平台。我们认为, 随着汽车智能化网联化的不断演进, 汽车软件占比将不断提升, 软件定义汽车将是未来的发展趋势, 公司将凭借自主研发实力雄厚的优势实现持续增长。**高级别智能驾驶方面:** 公司新获得济宁龙拱港无人驾驶水平运输系统项目, 此项目为国内首个内河全自动集装箱码头项目, 具有技术和产业代表性, 目前已完成系统部署, 并达到运营状态。

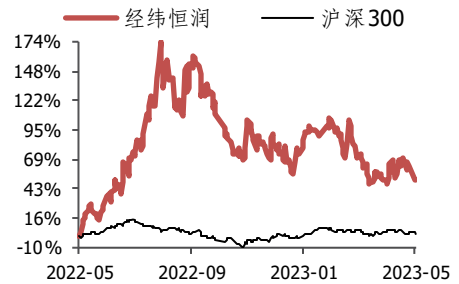
**盈利预测与投资评级。** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.21/4.59/6.35 亿元, EPS 分别为 2.67/3.83/5.29 元, 当前股价对应 PE 分别为 52.7/36.8/26.6 倍, 鉴于公司为汽车电子行业领军企业, 并积极研发服务及解决方案、高级别智能驾驶业务, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

### 买入 (首次评级)

#### 股票信息

行业	电子
2023 年 5 月 5 日收盘价(元)	129.20
总市值(百万元)	15,504.00
流通市值(百万元)	7,510.96
总股本(百万股)	120.00
流通股本(百万股)	58.13
近 3 月日均成交额(百万元)	135.08

#### 股价走势



#### 作者

分析师 侯宾

执业证书编号: S1070522080001

邮箱: houbin@cgws.com

#### 相关研究

**风险提示：**高级别智能驾驶推进不及预期风险，技术升级迭代风险，原材料价格波动，宏观经济波动风险。

## 内容目录

一、Q1 利润承压，研发服务及解决方案业务快速突破.....	4
二、三位一体业务布局，有望持续受益汽车智能化发展.....	6
三、盈利预测.....	9
四、风险提示.....	9

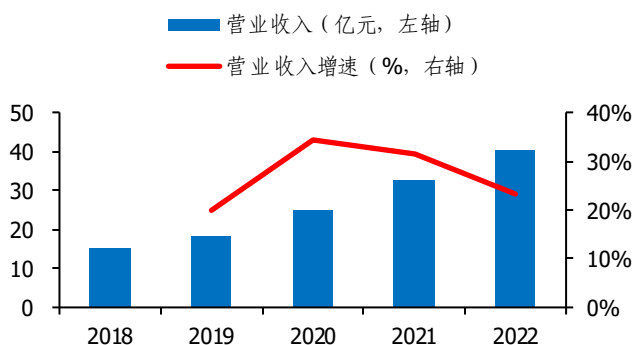
## 图表目录

图表 1: 2018-2022 年经纬恒润营收及增速.....	4
图表 2: 2018-2022 年经纬恒润归母净利润及增速.....	4
图表 3: 2021-2023Q1 经纬恒润单季度营收及增速.....	4
图表 4: 2021-2023Q1 经纬恒润单季度归母净利润及增速.....	4
图表 5: 2018-2022 年经纬恒润期间费用率 (%).....	5
图表 6: 2018-2022 年经纬恒润毛利率 (%).....	5
图表 7: 2018-2022 年经纬恒润研发投入及占比.....	5
图表 8: 2021-2022 年经纬恒润研发人员人数及占比.....	5
图表 9: 2018-2022 年经纬恒润分业务营收情况 (亿元).....	5
图表 10: 2018-2022 年经纬恒润分业务毛利率 (%).....	5
图表 11: 经纬恒润三位一体业务布局.....	6
图表 12: 汽车电子产品矩阵.....	7
图表 13: 2017-2023E 汽车电子市场规模.....	7
图表 14: 经纬恒润 Vehicle OS 软件架构.....	8
图表 15: 2020-2030 我国汽车软件市场规模预测.....	8
图表 16: 经纬恒润港口无人驾驶车队调度管理界面.....	8

## 一、Q1 利润承压，研发服务及解决方案业务快速突破

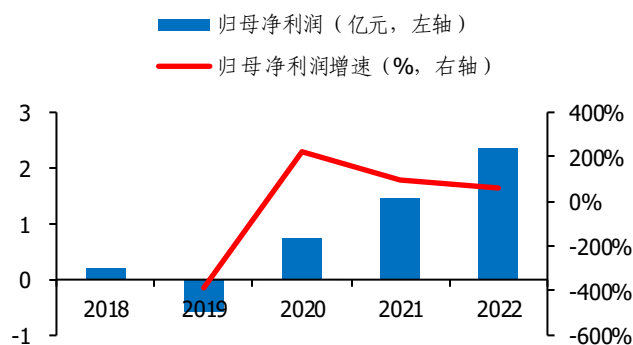
**2022 年业绩持续增长，2023Q1 利润承压。**2022 年，公司实现营收 40.22 亿元，同比+23.28%；实现归母净利 2.35 亿元，同比+60.48%。公司营业收入的增长主要源于电子产品和研发服务及解决方案业务，乘用车尤其是新能源汽车客户的收入贡献增加。单 2023 年一季度来看，公司实现营收 7.39 亿元，同比+4.26%，环比-44.24%；实现归母净利润-0.88 亿元，同比继续亏损，环比-201.48%。

图表1: 2018-2022 年经纬恒润营收及增速



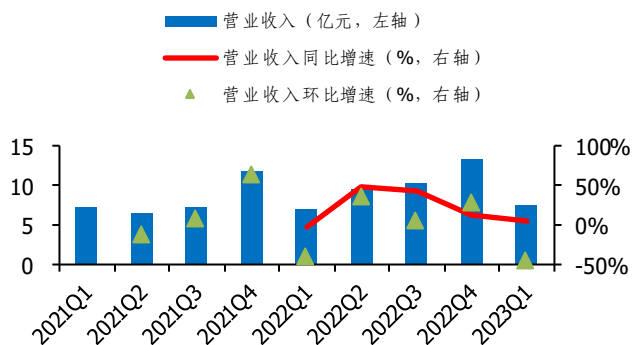
资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

图表2: 2018-2022 年经纬恒润归母净利润及增速



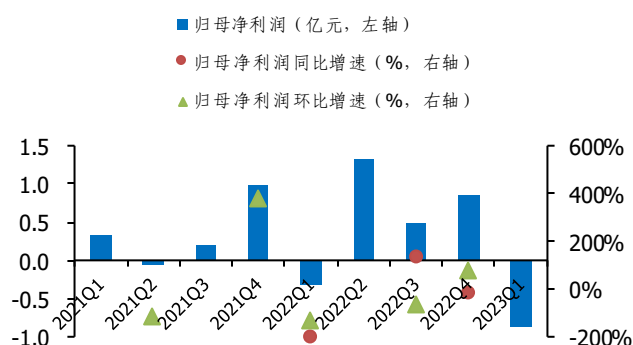
资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

图表3: 2021-2023Q1 经纬恒润单季度营收及增速



资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

图表4: 2021-2023Q1 经纬恒润单季度归母净利润及增速



资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

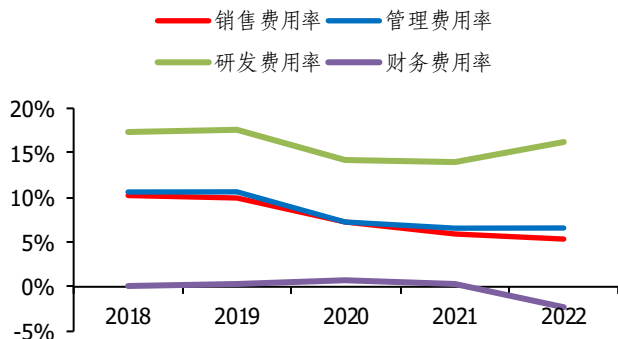
**整体毛利率有所下滑，研发投入持续加大。**2022 年，公司毛利率为 28.99%，同比-1.89pct；其中电子产品业务毛利率 24.69%，同比-2.87pct；研发服务及解决方案业务毛利率 42.94%，同比+0.93pct；高级别智能驾驶业务毛利率 81.43%，同比+58.73pct。单 2023 年一季度来看，公司毛利率为 26.43%，同比+2.63pct，环比-2.67pct。

2022 年，公司期间费用率为 26.03%，同比-0.79pct，其中，销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 5.35%/6.67%/-2.29%/16.30%，同比分别 -0.62/+0.10/-2.59/+2.32pct。单 2023 年一季度来看，期间费用率 42.02%，同比+6.43pct，环比+17.27pct。销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 6.91%/10.00%/-2.68%/27.79%，同比分别+0.55/+1.12%/-2.79%/+7.55pct，环比分别+1.68/+4.94/-1.38/+12.03pct；

公司秉持自主研发、创新驱动的发展战略，持续加大研发投入，着眼长远发展。2022 年，

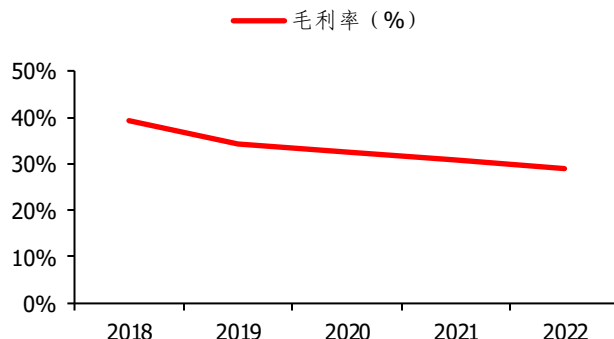
公司研发投入为 6.83 亿元，同比增长 49.88%，占当年营业收入的比例为 16.99%；研发人员和技术人员共 3827 名，同比增长 38.35%，占公司总人数的 77.49%。公司在域控制器、高级别自动驾驶方案、开发及测试自主工具链等方面投入大量研发资源，为汽车电动化、智能化发展注入动力，推动业务的持续发展。

图表5: 2018-2022 年经纬恒润期间费用率 (%)



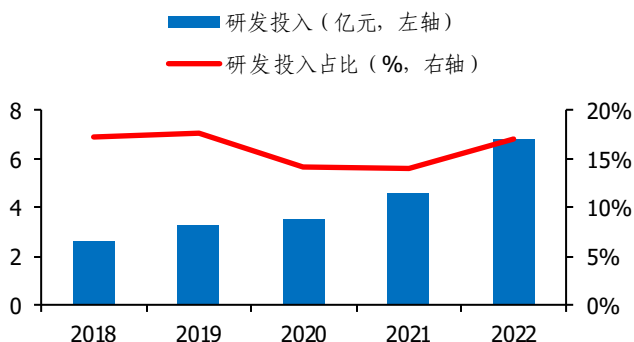
资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

图表6: 2018-2022 年经纬恒润毛利率 (%)



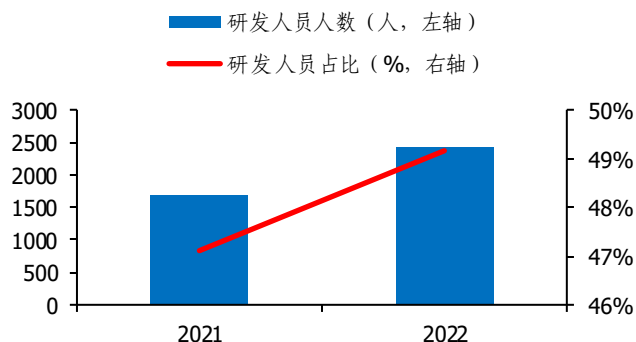
资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

图表7: 2018-2022 年经纬恒润研发投入及占比



资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

图表8: 2021-2022 年经纬恒润研发人员人数及占比



资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

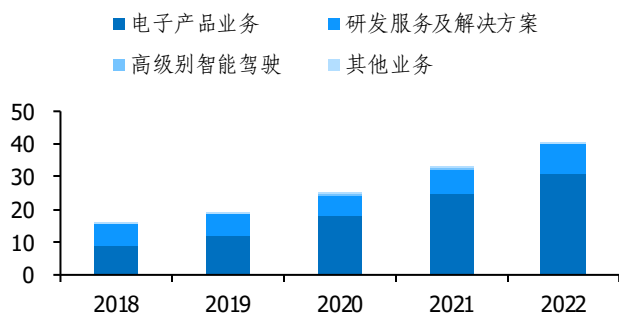
**研发服务及解决方案业务快速增长，客户订单不断拓展。**公司主营业务持续发展，产品和服务可覆盖客户开发、测试、生产和运营各个阶段，业务之间相互协同，为成为综合型和平台型的公司奠定坚实基础。分业务来看：

1) 电子产品业务，2022 年公司实现营收 30.78 亿元，同比+23.22%，占收入比重 76.53%，同比-0.04pct；2) 研发服务及解决方案业务，实现营收 9.33 亿元，同比+31.99%，占收入比重 23.20%，同比+1.53pct，公司新能源和动力系统、底盘控制、自研软件等业务规模加速扩展，共同推动销售规模扩大；3) 高级别智能驾驶业务，实现营收 0.03 亿元，同比-91.45%，占收入比重 0.08%，同比-1.12pct。

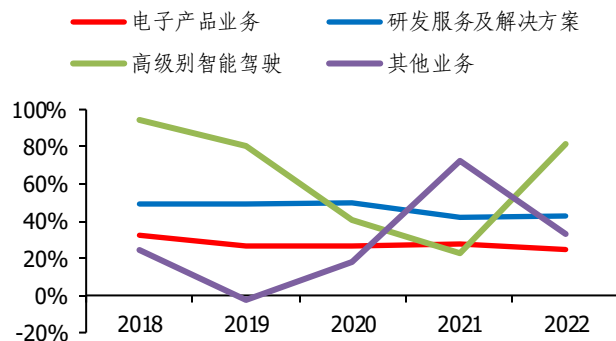
公司和原有客户合作进一步加深，拓宽产品合作种类，持续获得客户项目订单，如与一汽红旗、吉利、广汽埃安、东风、上汽、江铃等客户合作新项目。同时，公司在不同产品方向不断突破首次合作客户。

图表9: 2018-2022 年经纬恒润分业务营收情况 (亿元)

图表10: 2018-2022 年经纬恒润分业务毛利率 (%)



资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

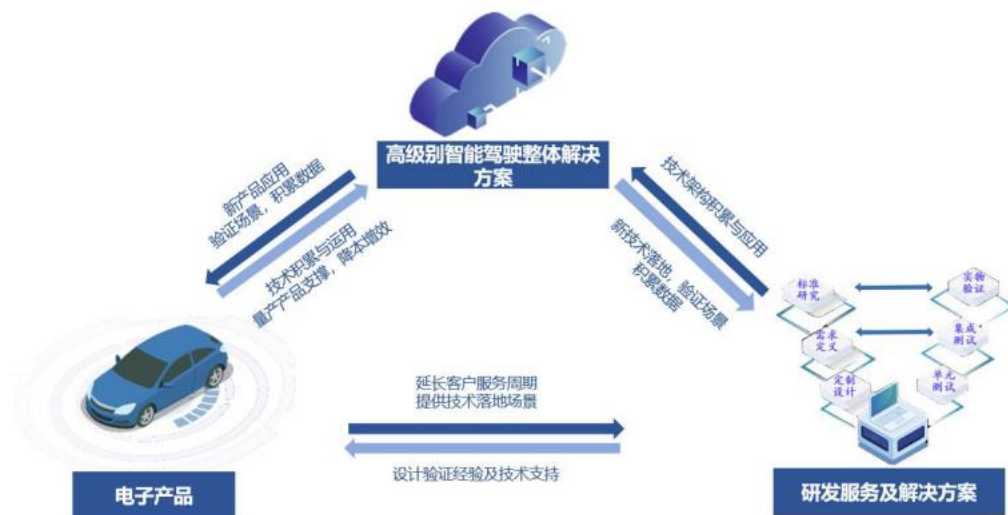


资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

## 二、三位一体业务布局，有望持续受益汽车智能化发展

**三位一体业务布局，协同发展促进公司成长。**经纬恒润是目前国内少数能实现覆盖智能驾驶电子产品、研发服务及解决方案、高级别智能驾驶整体解决方案的企业之一。经过长期发展，公司电子产品、研发服务及解决方案、高级别智能驾驶整体解决方案业务形成“三位一体”的业务布局，在核心技术、应用场景、行业客户群等方面相互支持、协同发展，实现了围绕客户多维度需求提供对应产品及服务的愿景，促进了公司与客户之间长期紧密合作。

图表11: 经纬恒润三位一体业务布局



资料来源: 公司招股说明书, 长城证券产业金融研究院

**电子产品方面:** 在汽车的开发及测试阶段,公司可以为客户研发活动提供覆盖研发工具、架构开发、仿真及测试等完整流程的研发服务及解决方案。同时,基于对客户的整车电子电气架构、网络架构、硬件方案等更加直接且深刻的理解,公司开发了覆盖智驾、网联、座舱、动力等六大类别的电子产品。**研发服务及解决方案方面:** 随着 SOA 架构和智能网联技术在汽车产品领域中的广泛应用,公司通过深入终端汽车产品的使用和运营场景,明确下一代智能汽车实际使用过程中的技术需求,更好地积累关键数据,实现快速验证和迭代,从而带动自身的技术和产品持续发展。**高级别智能驾驶方面:** 深耕智能驾驶业务多年形成了完整的港口 MaaS 解决方案,为公司贡献了潜在盈利增长点,提升了

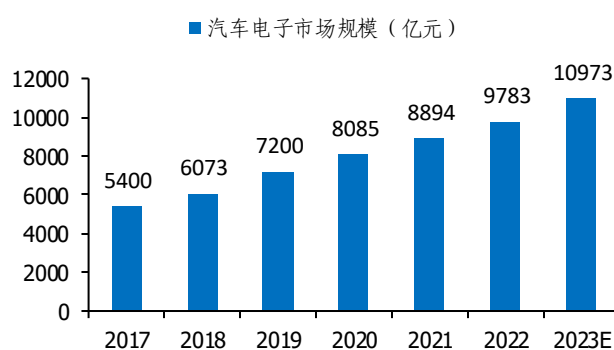
增长预期，加速了公司在 SOA 架构、车载高性能计算平台 HPC、5GT-BOX、以太网通信、智能驾驶、OTA 等领域的快速发展。我们认为，公司三类业务在核心技术、应用场景、客户群体等方面的相互协同，使公司综合能力得到不断提升，保持良好的客户粘性，将为公司未来增长打下基础。

**电子产品业务产品品类丰富，未来有望持续增长。**公司长期深耕电子系统领域，积极把握汽车等下游领域发展机会及趋势。公司电子产品业务包括汽车电子产品、高端装备电子产品和汽车电子产品开发服务。汽车电子产品提供前装电子配套产品，长期供应国内外知名整车制造商和一级供应商，按产品类型分类包括智能驾驶电子产品、智能网联电子产品、车身和舒适域电子产品、底盘控制电子产品、新能源和动力系统电子产品等。我们认为，公司在汽车电子业务产品布局丰富，形成国际知名汽车一级供应商为核心的汽车领域客户群，未来随着汽车电子渗透率以及市场规模的不断提升，公司有望持续受益，实现业绩稳步提升。

图表 12: 汽车电子产品矩阵



图表 13: 2017-2023E 汽车电子市场规模



资料来源: 招股说明书, 长城证券产业金融研究院

资料来源: 中商产业研究院, 长城证券产业金融研究院

**智能驾驶产品方面:** ADAS 在多个海外市场车型顺利量产, 持续获得客户在海外市场车型定点; 4D 毫米波雷达满足 L2.9 级以及 L4 级自动驾驶需求已完成 A 样件研发; 智能驾驶域控制器第二代行泊一体分布式方案已向某新能源车企量产供货。

**智能网联产品方面:** 公司 T-BOX 产品主要分为三个系列, 其中 Entry 系列已完成原型设计, 预计 2023 年内落地; Standard 系列, 增加 MTK 方案等差异化选择, 5G 装配量持续走高; Premium 系列, 3\*5G+高算力平台完成设计, 即将量产。

**智能座舱产品方面:** 首次获得吉利和上汽大通客户定点, 关键指标均处于行业领先水平。

**车身及舒适与产品方面:** APCU 成功量产配套新一代的 Benz GLC 全球平台车型, 车控域计算平台产品和物理区域控制产品获得多个新能源车企项目定点。

**底盘控制产品方面:** 已与新能源车企及传统品牌车企客户合作, EWBS 产品已完成量产, One-Box、EMB 产品正处于研发中。

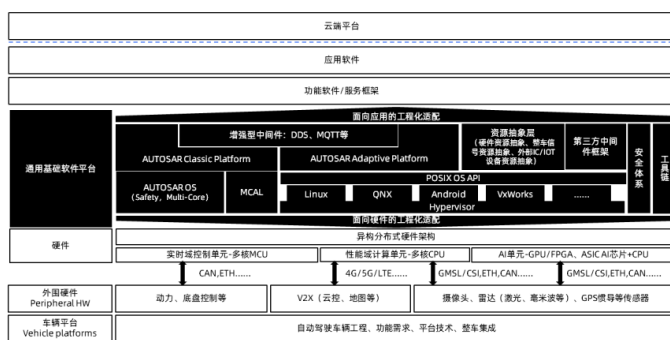
**新能源和动力系统产品方面:** 拓展国外客户获得整车控制器项目定点, 首次与微宏动力合作并获得 BMS 大额项目定点。

**推进研发服务及解决方案业务, 未来受益于软件定义汽车趋势有望持续成长。**经纬恒润研发服务及解决方案主要包含整车电子电气开发、整车电子电气仿真测试、自主研发嵌入式软件、自主研发工具软件以及研发平台。**整车电子电气开发方面:** 覆盖整车 EE 开发的绝大多数环节, 提供各领域先进技术解决方案, 是业界少有的综合实力强劲的服务商, 能够很好地匹配市场需求。**整车电子电器仿真测试方面:** 公司推出了面向新一代“中央+区域控制器”结构的 SOA 电子电气架构的整车电子电气仿真测试解决方案, 通过独立

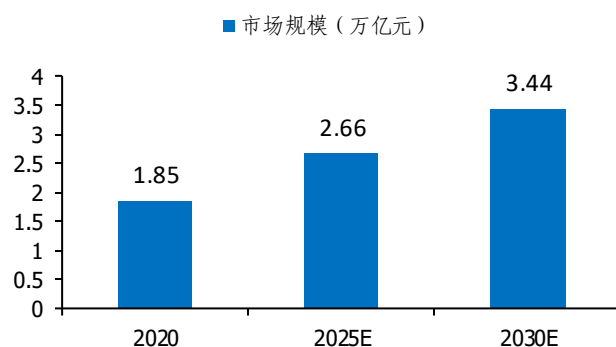
自主研发，实现了车载以太网 HIL 仿真技术的突破。**自主研发嵌入式软件方面**：取得了突破性技术进展，AUTOSAR 产品线完成了 AP 和 CP 平台升级，发布了 MCAL 工具，填补了国内 MCAL 工具空白。**自主研发工具软件方面**：新增客户包括一汽红旗、一汽解放、比亚迪等，在底盘仿真测试、智驾仿真测试、整车仿真测试等多个方向上成功应用。**研发平台方面**：满足更高交付频率、更复杂协同场景及智能网联场景的正向研发需求，最新成果预计将随客户新一代车型产品量产上市。

根据亿欧智库预计，中国汽车软件市场规模将从 2020 年的 1.85 万亿元增长至 2030 年的 3.44 万亿元，年复合增长率为 7%。汽车软件在整车价值中所占的比例有望在 2030 年达到 65%，将成为未来智能驾驶汽车行业最重要的领域。我们认为，随着汽车智能化网联化的不断演进，汽车软件占比将不断提升，软件定义汽车将是未来的发展趋势，公司将凭借自主研发实力雄厚的优势实现持续增长。

图表 14: 经纬恒润 Vehicle OS 软件架构



图表 15: 2020-2030 我国汽车软件市场规模预测

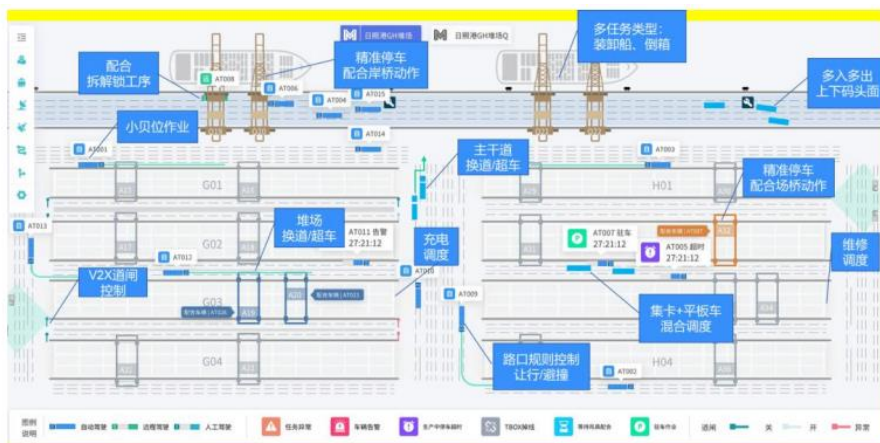


资料来源：公司 2022 年年报，长城证券产业金融研究院

资料来源：亿欧智库，长城证券产业金融研究院

**积极布局高级别智能驾驶，助力公司未来持续发展。**公司基于自研重载自动驾驶滑板底盘产品，“自下而上”“从点到面”构建从智能车、智能路到智能云的全系统完整解决方案，解决无人化自动驾驶运输问题、无人驾驶车辆与有人驾驶车辆混流行驶的交通安全问题以及作业任务编排及车辆调度的生产管理问题，以“交钥匙工程”的业务模式为以港口为代表的园区物流运输客户提供安全、高效、节能的无人驾驶运输车队、智能交通环境及云端管理平台。**2022 年，公司新获得济宁龙拱港无人驾驶水平运输系统项目，此项目为国内首个内河全自动集装箱码头项目，具有技术和产业代表性，目前已完成系统部署，并达到运营状态。**

图表 16: 经纬恒润港口无人驾驶车队调度管理界面



资料来源：公司 2022 年年报，长城证券产业金融研究院



### 三、盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.21/4.59/6.35 亿元，EPS 分别为 2.67/3.83/5.29 元，当前股价对应 PE 分别为 52.7/36.8/26.6 倍，鉴于公司为汽车电子行业领军企业，并积极研发服务及解决方案、高级别智能驾驶业务，首次覆盖，给予“买入”评级

### 四、风险提示

高级别智能驾驶业务推进不及预期，技术升级迭代风险，原材料价格波动，宏观经济波动风险

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3367	6954	7786	8704	9962
现金	937	3496	3346	3321	3534
应收票据及应收账款	804	1065	1179	1611	1848
其他应收款	18	47	42	77	73
预付账款	47	41	79	81	120
存货	1360	1567	2384	2829	3585
其他流动资产	201	739	755	786	804
<b>非流动资产</b>	1138	1913	2129	2376	2585
长期投资	9	8	1	-6	-11
固定资产	328	471	661	882	1078
无形资产	271	411	479	552	599
其他非流动资产	529	1023	988	947	919
<b>资产总计</b>	4505	8867	9915	11080	12547
<b>流动负债</b>	2684	3194	3913	4615	5449
短期借款	6	0	3	2	2
应付票据及应付账款	1130	1510	2270	2951	3790
其他流动负债	1547	1684	1639	1662	1656
<b>非流动负债</b>	302	373	381	384	383
长期借款	0	0	8	11	11
其他非流动负债	302	373	373	373	373
<b>负债合计</b>	2986	3567	4294	4999	5832
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	90	120	120	120	120
资本公积	1121	4633	4633	4633	4633
留存收益	308	542	863	1322	1957
归属母公司股东权益	1519	5300	5621	6080	6715
<b>负债和股东权益</b>	4505	8867	9915	11080	12547

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	311	53	64	205	419
净利润	146	235	321	459	635
折旧摊销	80	84	94	118	143
财务费用	10	-92	-103	-104	-107
投资损失	8	-1	6	7	5
营运资金变动	-18	-295	-252	-282	-261
其他经营现金流	85	121	-2	6	5
<b>投资活动现金流</b>	-63	-1010	-289	-338	-314
资本支出	172	404	317	372	358
长期投资	109	-628	6	7	6
其他投资现金流	-1	22	21	27	38
<b>筹资活动现金流</b>	-75	3451	76	107	108
短期借款	-162	-6	3	-2	1
长期借款	0	0	8	3	-1
普通股增加	0	30	0	0	0
资本公积增加	37	3512	0	0	0
其他筹资现金流	49	-85	65	105	108
<b>现金净增加额</b>	161	2529	-149	-25	213

## 利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3262	4022	5509	7359	9239
营业成本	2255	2856	3855	5086	6257
营业税金及附加	16	19	31	39	47
销售费用	195	215	292	383	471
管理费用	214	268	362	478	596
研发费用	456	656	826	1141	1478
财务费用	10	-92	-103	-104	-107
资产和信用减值损失	-46	-78	-25	-41	-47
其他收益	55	73	50	55	58
公允价值变动收益	14	95	28	34	43
投资净收益	-8	1	-6	-7	-5
资产处置收益	-0	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	131	191	292	378	545
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	2	0	1	1	1
<b>利润总额</b>	131	191	291	378	544
所得税	-15	-44	-30	-81	-90
<b>净利润</b>	146	235	321	459	635
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	146	235	321	459	635
EBITDA	210	219	299	413	601
EPS (元/股)	1.22	1.96	2.67	3.83	5.29

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	31.6	23.3	37.0	33.6	25.5
营业利润 (%)	152.4	45.8	52.6	29.8	43.9
归属母公司净利润 (%)	98.4	60.5	36.8	43.2	38.2
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	30.9	29.0	30.0	30.9	32.3
净利率 (%)	4.5	5.8	5.8	6.2	6.9
ROE (%)	9.6	4.4	5.7	7.6	9.5
ROIC (%)	8.2	3.0	3.8	5.7	7.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	66.3	40.2	43.3	45.1	46.5
净负债比率 (%)	-46.2	-60.8	-55.1	-50.5	-48.9
流动比率	1.3	2.2	2.0	1.9	1.8
速动比率	0.7	1.7	1.4	1.3	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	4.7	5.2	6.0	6.5	6.5
应付账款周转率	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.22	1.96	2.67	3.83	5.29
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.59	0.44	0.53	1.71	3.49
每股净资产 (最新摊薄)	12.66	44.17	46.84	50.67	55.96
<b>估值比率</b>					
P/E	115.7	72.1	52.7	36.8	26.6
P/B	11.1	3.2	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	77.1	59.6	44.1	32.0	21.6

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编：200126  
传真：021-31829681  
网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编：100044  
传真：86-10-88366686