

平高电气 (600312.SH)

高压开关行业龙头，电网投资带动下业绩迎来拐点

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 电网设备

◆ 投资评级: 买入(首次评级)

证券分析师:	王蔚祺	010-88005313	wangweiqi2@guosen.com.cn	执证编码: S0980520080003
联系人:	王晓声	010-88005231	wangxiaosheng@guosen.com.cn	

事项:

公司公告: 近日, 公司发布 2022 年业绩快报。2022 年公司实现营业收入 92.74 亿元, 同比+0.01%; 实现归母净利润 2.12 亿元, 同比+199.68%; 实现扣非归母净利润 2.00 亿元, 同比+469.65%。2022 年电网投资稳定增长, 输配电行业发展势头良好, 与上年同期相比, 特高压、超高压等重点项目陆续履约, 产品交付量同比增加, 收入发生结构性变化; 同时公司降本增效成果显著, 综合毛利率同比提升。

国信电新观点: 1) 公司成立已逾五十载, 是国内高压开关市场龙头企业, 在 GIS (组合电器) 领域稳居行业第一, 在配网开关等领域处于行业第一梯队, 多项产品填补我国高压开关相关方面的空白。2) “十四五”我国电网建设将迎来新一轮上行周期, 两网投资额有望超过 3 万亿元。“十四五”期间国家电网特高压计划投资 3800 亿元, 较“十三五”增长 35.7%; 南网配电网计划投资 3200 亿元, 占电网投资 48%, 输电网与配电网建设将迎来景气共振。2021-2022 年受疫情等因素影响, 电网建设进度低于预期, 我们预计 2023-2025 年将迎来电网建设集中放量, 公司作为开关领域龙头将充分受益。3) 公司在高压直流开关技术水平国际领先, 多项产品打破国外垄断, 公司是国内唯一具有 40.5-1100 千伏 GIL 产品设计、生产、维护能力的厂家, 在下游需求的带动下远期成长性良好。4) 我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 92.74/100.85/124.93 亿元, 同比增长 0.0%/8.7%/23.9%; 实现归母净利润 2.12/4.31/7.29 亿元(对应 22-24 年 PE 分别为 61/30/18 倍), 同比增长 199.7%/102.9%/69.2%, 综合多角度估值我们认为公司股票合理价值在 10.24-10.82 元之间, 相对于当前股价有 7%-13%溢价空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

评论:

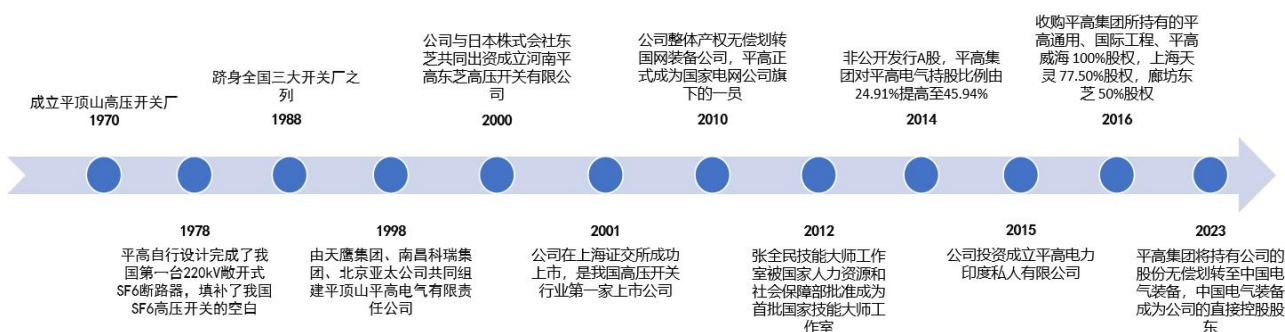
◆ 成立五十余载, 已成为国家电工行业重大技术装备支柱企业

公司前身位平顶山高压开关厂, 成立于 1970 年, 1988 年跻身全国三大开关厂之列, 2001 年 2 月公司在上海证券交易所上市, 是我国高压开关行业第一家上市公司。

2010 年国务院国资委正式批复同意公司整体产权无偿划转国网装备公司, 平高电气正式成为国家电网公司旗下的一员, 2016 年完成非公开发行, 收购国际工程 100% 股权、通用电气 100% 股权、平高威海 100% 股权、上海天灵 90% 股权和廊坊东芝 50% 股权, 形成高压板块、配电网板块、运维检修板块和国外工程总承包板块协同发展的产业布局。

公司是国家电工行业重大技术装备支柱企业, 我国高压、超高压、特高压开关及电站成套设备研发、制造基地, 研发实力雄厚, 技术创新能力强, 多年来坚持自主创新, 多项产品填补我国高压开关相关方面的空白。

图1: 公司历史沿革

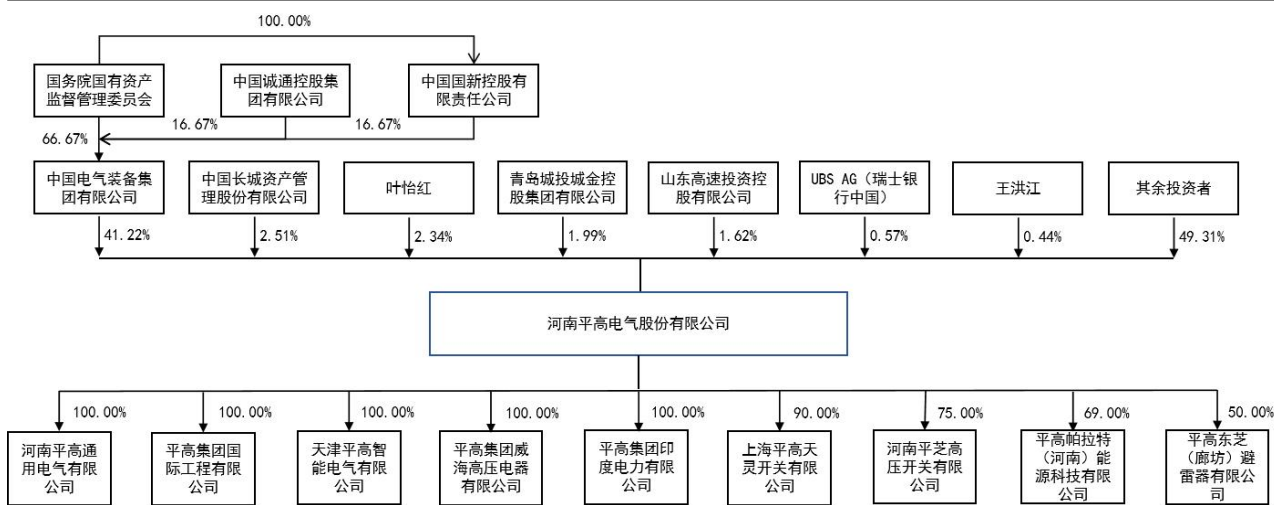


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司注册资本 13.57 亿元, 控股股东为中国电气装备集团有限公司, 实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。2023 年 1 月 17 日, 平高集团有限公司将其持有的河南平高电气股份有限公司 40.50% 股权无偿划转至中国电气装备集团有限公司, 中国电气装备集团有限公司直接持有 41.22% 股权, 国务院国有资产监督管理委员会间接持有 83.34% 股权。

公司总部设在平顶山, 在波兰、印度等国家以及上海、天津、威海、郑州、四川、广州等地设有分公司或子公司, 核心业务为中压、高压、超高压、特高压交直流开关设备研发制造、销售安装、检修服务。

图2: 公司股权结构 (截至 2023.01.17)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司主要高管均从公司基层业务部门逐步成长, 在公司技术、销售、管理等岗位担任重要职务。对行业发展趋势和公司的核心竞争力有充分的认识。

表1: 公司主要高管

姓名	职务	个人简介
李俊涛	董事长	1968 年出生，中共党员，中国国籍，正高级经济师，大学学历、硕士学位。历任河南平高电气股份有限公司人劳部部长、综合管理部部长、副总经济师；平高集团有限公司办公室主任、人力资源部部长，河南平高电气股份有限公司第六届、第七届、第八届监事会主席，平高集团有限公司监事会主席等职。现任平高集团有限公司党委书记、董事长，河南平高电气股份有限公司第八届董事会董事长。
庞庆平	总经理	1964 年出生，中共党员，中国国籍，正高级工程师，大学学历、硕士学位。历任平顶山市经贸委能源科科长、资源科科长；平顶山市经贸委党委委员、纪委书记；平高集团有限公司党委副书记、纪委书记、监事会主席等职。现任平高集团有限公司党委委员，河南平高电气股份有限公司总经理、第八届董事会董事，平高帕拉特(河南)能源科技有限公司董事长，河南平高高压开关有限公司董事长，上海平高天灵开关有限公司董事长。
宋松民	副总经理	1974 年出生，中共党员，中国国籍，工程师，大学本科学历。历任河南平高电气股份有限公司组合电器事业部副总经理、常务副总经理，河南平高电气股份有限公司生产物资部部长、生产安全部部长、河南平高电气股份有限公司超特高压事业部总经理等职。现任河南平高电气股份有限公司副总经理、超特高压事业部总经理、党委委员。
李旭	副总经理	1976 年出生，中共党员，中国国籍，西安矿业学院机械电子工程专业本科学历，香港理工大学品质管理研究生学历、理学硕士。1999 年 7 月参加工作，历任河南平高电气股份有限公司技术中心试验员、主任工程师，质保部部长、副部长、副部长(主持工作)、部长，副总工程师、安全质量部部长，副总经理、党委委员、安全质量部部长，党委委员、质保部部长。现任河南平高电气股份有限公司副总经理、党委委员。
李文艺	副总经理	1982 年出生，中共党员，中国国籍，历任河南平高电气股份有限公司技术中心主任工程师、平高清华研究所主任工程师、技术中心工程部副部长，天津平高智能电气有限公司技术总监，河南平高电气股份有限公司重大项目管理办公室副主任(主持工作)，平高东芝(河南)开关零部件制造有限公司董事、常务副总经理、党支部副书记，现任河南平高电气股份有限公司副总经理，机构事业部总经理。
刘湘意	副总经理；董 事会秘书	1975 年出生，中共党员，中国国籍，会计师，大学本科学历。历任平顶山天鹰集团有限责任公司财务处会计、平顶山天鹰集团有限责任公司销售公司财务科科长、平高集团有限公司资财部资金处处长、平高集团有限公司财务资产部副主任、河南平高电气股份有限公司董事会秘书、证券部部长。现任河南平高电气股份有限公司副总经理、董事会秘书、证券部部长。
王军伟	副总经理	1979 年出生，中共党员，中国国籍，工程师，大学本科学历。历任河南平高电气股份有限公司销售部销售员、销售主管、经理助理、销售总监、副经理(主持工作)，河南平高电气股份有限公司市场支持部副经理(主持工作)、经理。现任河南平高电气股份有限公司副总经理、市场支持部经理。
杨保利	副总经理	1968 年出生，中共党员，中国国籍，正高级工程师，大学学历、硕士学位。历任河南平高电气股份有限公司副总工程师兼绝缘分厂厂长，河南平高电气股份有限公司副总经理、党委委员，复合绝缘子事业部总经理等职。现任河南平高电气股份有限公司副总经理、党委委员，机械制造事业部总经理。
李海峰	财务总监	1979 年出生，中共党员，中国国籍，会计师，大学学历、学士学位。历任平高集团有限公司通用电气财务部副部长，平高集团有限公司财务资产部副部长，河南平高电气股份有限公司财务部副部长(主持工作)、财务部部长，平高集团国际工程有限公司财务部部长、总会计师，河南平高电气股份有限公司财务总监、财务部部长等职。现任河南平高电气股份有限公司财务总监。

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 高压开关行业领军企业，科技创新助力公司夯实地位

公司主要产品包括 1100kV 及以下 SF6 气体绝缘封闭式组合电器(GIS/H-GIS)、罐式断路器、瓷柱式断路器、直流场成套设备、交直流隔离开关和接地开关、气体绝缘金属封闭输电线路(GIL)、模块化变电站、电锅炉、充电桩及控制系统等。公司还具备输变电设备在线监测装置，互感器、避雷器、液压/弹簧机构、绝缘件、复合绝缘子、穿墙套管、SF6 气体回收净化装置、真空灭弧室等核心配套零部件的研发、制造以及机械加工、热处理、表面处理等工序加工，能够满足我国电网建设对开关设备及配套服务的全部需求。

组合电器业务：业务范围涵盖 126kV-1100kV GIS、800kV 及以上罐式断路器、126kV-1100kV GIL 的产品。

敞开电器业务：业务包括断路器和隔离开关的研发与制造，产品覆盖 72.5kV-1100kV 瓷柱式断路器，126kV-550kV 隔离断路器、72.5kV-800kV 罐式断路器、72.5kV-252kV 复合式组合电器(PASS 开关)、直

流场成套设备以及 10kV-1100kV 交直流隔离开关和接地开关等系列产品。

智能装备业务：业务包括工程总包、设备总包、预装/车载变电站、微电网等项目。

加工配套业务：主要包含绝缘件业务、机械制造业务、环保科技业务、复合绝缘子业务、操动机构业务、表面处理业务。

图3：公司组合电器产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司断路器产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：国内首套 1100kV GIS 产品应用于首条特高压示范工程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：国内首套 1100kV GIL 产品应用于苏通 GIL 管廊工程

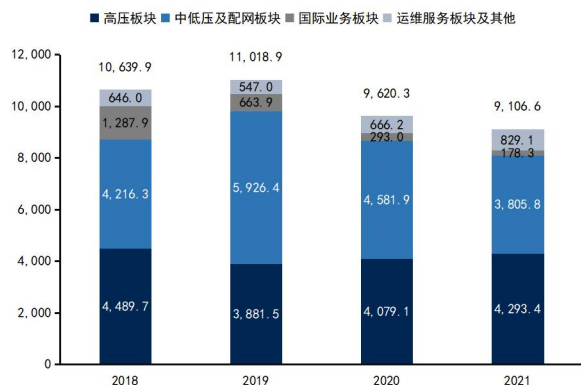


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2018-2021 年公司营业收入分别为 106.40/110.19/96.20/91.07 亿元，同比增速分别为 21.85%/3.56%/-12.69%/-5.34%。公司营业收入主要来源为高压板块、中低压及配网板块。

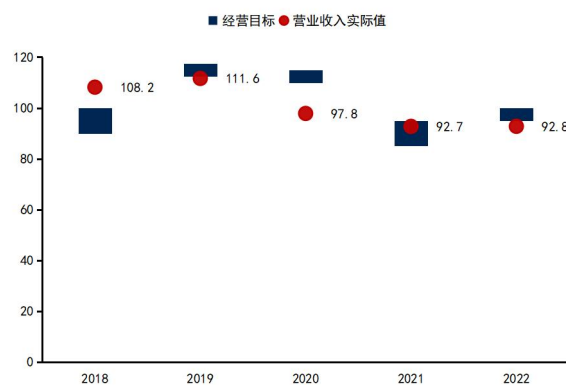
2017-2021 年受下游客户压降产品售价和电网投资较为平稳影响，公司两大业务板块收入有所下降。公司国际业务板块收入主要来自海外电网建设项目 EPC，2019-2021 年受疫情等影响以及公司主动控制海外业务风险，国际业务营业收入逐步减少。目前，中国电气装备集团总部成立了国际业务平台公司，将重点推动海外业务发展。公司每年年初给出当年营业收入目标，从历史情况看除 2020 年受疫情爆发影响外，公司营业收入实际值与年初目标基本吻合。基于 2023 年电网建设行业需求和公司订单情况，我们预计 2023 年公司营业收入有望超过 100 亿元。

图7：公司营业收入结构（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司营业收入实际值与经营目标（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司作为高压开关行业的龙头企业，长期高度重视科技创新与产品研发。2022年公司聚焦关键核心技术攻关，新一代126、252千伏产品实现工程应用，新型组合电器产品在荷兰KEMA试验站通过容量试验，“世界最快”550千伏高速开断断路器取得重大技术突破，世界首台40.5千伏低频开关柜、国内首台126千伏无氟环保GIS顺利投运。公司主要产品性能均达到国际领先水平，拥有核心制造技术和自主知识产权。由公司组织申报的“1100kV气体绝缘金属封闭输电线路（GIL）”被河南省工信厅评选为“2018年度河南省装备制造业十大标志性高端装备”。

◆ 行业负面因素逐渐消除，公司盈利能力逐渐复苏

2022年电网投资稳定增长，输配电行业整体发展势头良好，与上年同期相比，特高压、超高压等重点项目陆续履约，产品交付量同比增加，收入发生结构性变化。根据2022年公司业绩快报，全年公司实现营业收入92.74亿元，同比增长0.01%，实现归母净利润2.12亿元，同比增长199.68%，实现扣非净利润2.00亿元，同比增长469.65%。公司营业收入与归母净利润均呈现出较为明显的季节性，公司产品与服务下游客户以电网公司、发电企业为主，均有严格的年度计划采购制度，每年一季度对当年采购计划进行审批，发货与交付集中在第二和第三季度，收入确认集中在第四季度。

图9：公司年度营业收入及同比增速（单位：百万元、%）



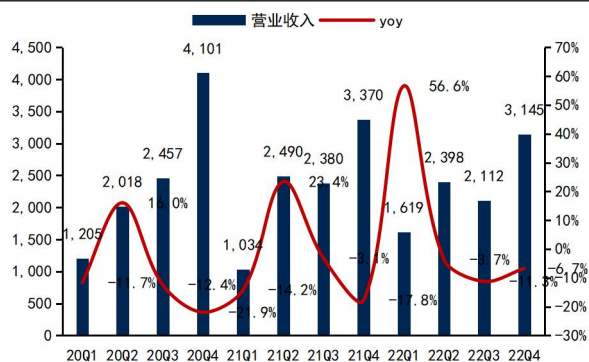
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司年度归母净利润及同比增速（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 11: 公司季度营业收入及同比增速 (单位: 百万元、%)



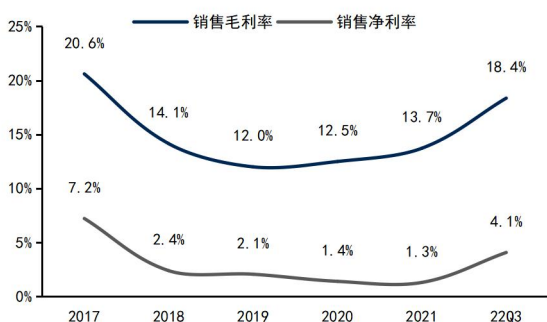
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 公司季度归母净利润及同比增速 (单位: 百万元、%)



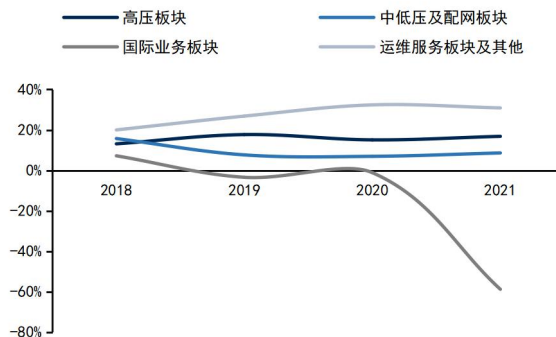
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 公司销售毛利率、净利率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

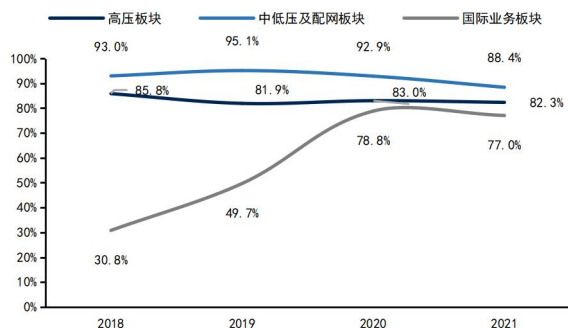
图 14: 公司主要产品毛利率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

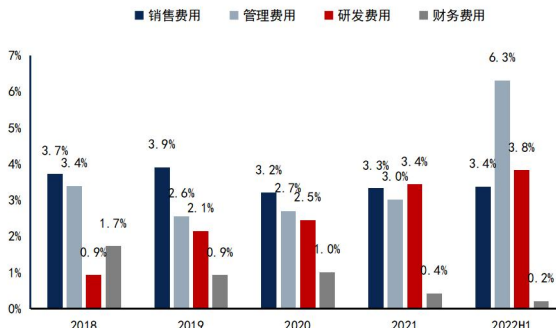
2017-2021 年受产品价格下降、特高压产品收入占比下降等因素影响, 公司销售毛利率整体呈现下降走势, 销售净利率呈现同样趋势。2022 年前三季度随着特高压产品收入占比的提高和产品价格复苏的影响, 公司销售毛利率达到 18.4%, 销售净利率达到 4.1%。分业务看, 公司四大业务中运维服务属于后市场业务且单个项目体量较小因此毛利率较高, 高压板块、中低压及配网板块毛利率 2019-2020 年有所下降, 2021 年保持平稳。2020 年以来公司国际业务受疫情影响明显, 部分海外 EPC 项目延期执行, 人工、物流、原材料成本大幅上升, 2021 年毛利率出现大幅下降。

图 15: 公司分产品直接材料成本占比 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 16: 公司期间费用率 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司营业成本主要为原材料, 高压板块和中低压及配网板块直接材料成本占比均超过 80%, 2021 年以来上游原材料涨价对于公司盈利能力造成压制。2018 年公司海外 EPC 项目处于三通一平等土建期, 其他成本投

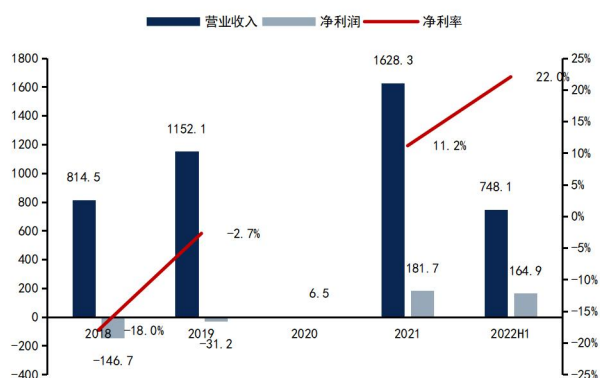
入增加因此直接材料成本降低。2018-2022 年上半年，公司注重增强科技创新驱动力，加大研发投入，公司的研发费用率不断提高，同时公司有息负债不断减少，财务费用率不断降低。

2020 年公司执行新收入准则，将与合同履约直接相关的运输费、装卸费调整至营业成本，销售费用率降低。2022 年起公司不再享受疫情期间的社保减免政策，且开展富余人员分流安置，辞退福利增加，管理费用率有所上升。

公司主要控股参股子公司包括河南平芝高压开关有限公司、上海平高天灵开关有限公司、河南平高通用电气有限公司、平高集团国际工程有限公司。

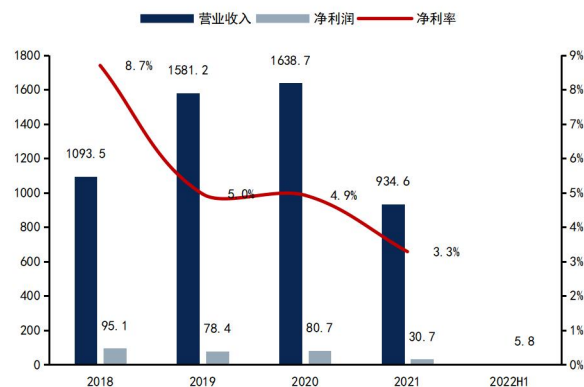
其中河南平芝高压开关有限公司为公司控股的中日合资公司，公司持股比例 75%，主营断路器、气体绝缘开关和组合电器。上海平高天灵开关有限公司为公司控股子公司，公司持股比例 90%，主营高、低压开关柜、高压元器件、输配电设备的制造。河南平高通用电气有限公司为公司全资子公司，主营组合电器、断路器、互感器、避雷器、高低压开关柜、成套电器、箱式开闭所、环网柜等产品。平高集团国际工程有限公司为公司全资子公司，是公司海外电力工程 EPC 业务的经营主体。

图 17: 河南平芝高压开关有限公司经营情况（单位：百万元）



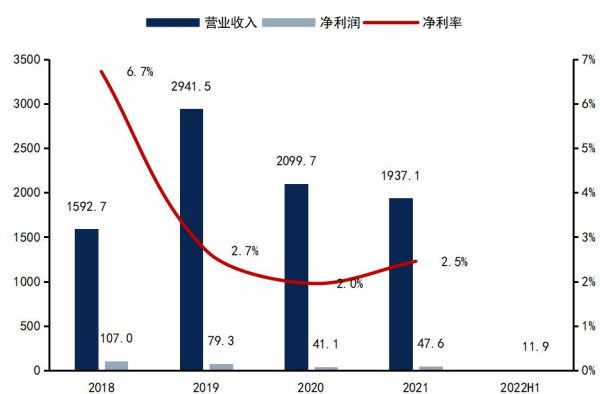
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 18: 上海平高天灵开关有限公司（单位：百万元）



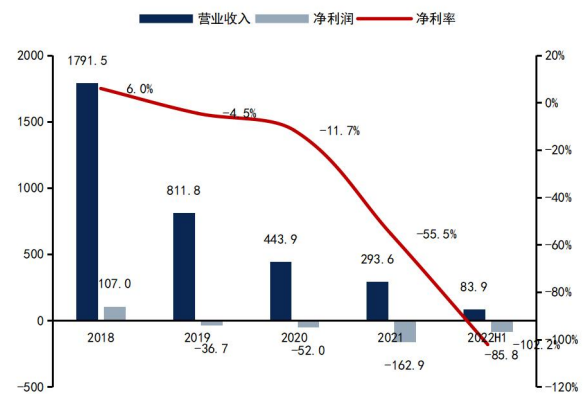
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 19: 河南平高通用电气有限公司（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 20: 平高集团国际工程有限公司（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

受益于 GIS 类产品价格的逐步修复，2018-2022 年平芝开关逐步扭亏为盈；上海平高业务侧重于配网侧，2018-2021 年配电网投资体量较小，公司收入利润有所承压；平高通用电气兼顾输电与配电业务，产品种类繁多，历年盈利情况较为稳定；平高国际受疫情等因素影响 2019-2022 年出现持续亏损且幅度不断扩大。为应对海外市场复杂局面，公司健全完善海外项目风险预警和控制机制，根据海外业务内容和特点，识别风险、分析风险；通过建立风险控制流程机制，培养全员风险管理思想，在保障项目目标的基础上，控制

和回避风险，有效提升合同履约及境外资金风险防控能力。我们预计 2023 年公司海外业务有望扭亏。

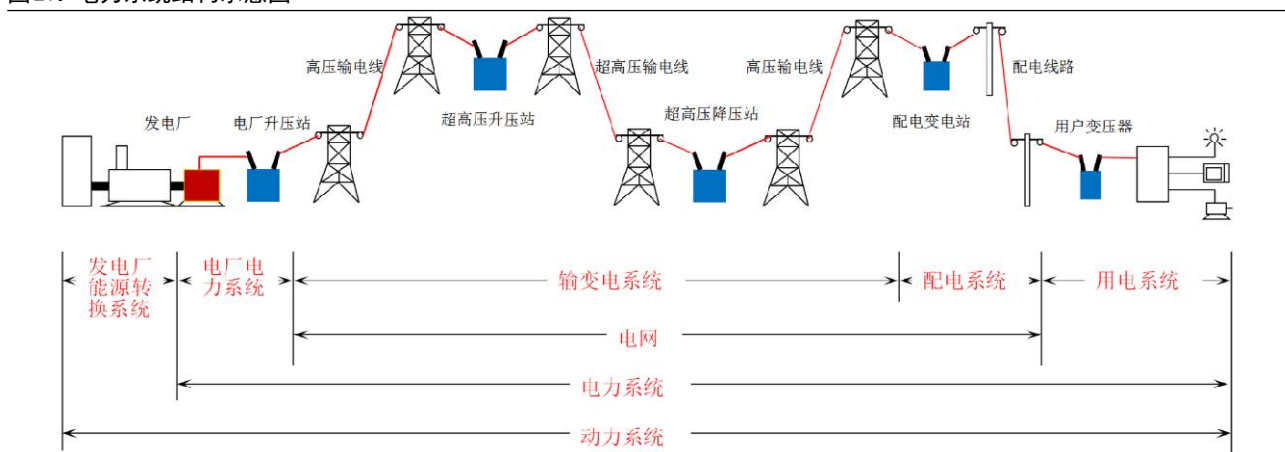
◆ 公司稳居 GIS 头把交椅，直流开关与 GIL 产品国际领先

开关设备需求与电源和电网建设密切相关，公司产品主要用于电力系统各环节（包括发电厂、变电站、输电配电路和工矿企业等用户）的控制和保护，既可根据电网运行需要，将一部分电力设备或线路投入或退出运行，保证电网中无故障部分的正常运行及设备、运行维修人员的安全。

配电网设备是用来接受、输送和分配电能的电气设备，在电力网分配电能的过程中起到重要的作用。因此，开关设备及配电网设备是非常重要的输配电设备，其安全、稳定运行对电力系统的安全、有效运行具有十分重要的意义。

高压开关的使用场景和工作形式可以划分为断路器、隔离开关、接地开关等，将多种开关设备和其他电气设备（例如互感器、套管、母线等）封闭在绝缘气体中即可构成气体绝缘组合电器（GIS）。GIS 设备自 20 世纪 60 年代实用化以来，已广泛运行于世界各地。GIS 不仅在高压、超高压领域被广泛应用，在特高压领域也被广泛使用。与常规敞开式变电站相比，GIS 的优点在于结构紧凑、占地面积小、可靠性高、配置灵活、安装方便、安全性强、环境适应能力强，维护工作量很小，其主要部件的维修间隔不小于 20 年。

图 21：电力系统结构示意图



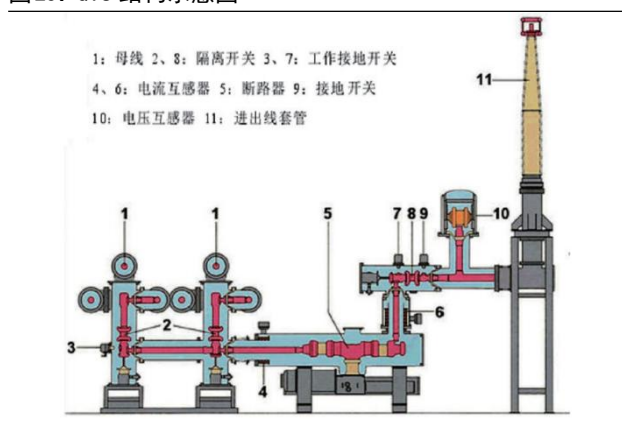
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 22：GIS 实物图



资料来源：公司官方网站，国信证券经济研究所整理

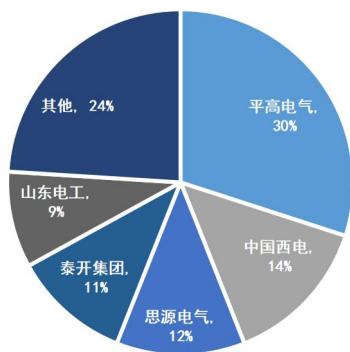
图 23：GIS 结构示意图



资料来源：邓华平，气体绝缘全封闭组合电器 GIS 在电厂的应用，集成电路应用，2020，37(02)：110-111，国信证券经济研究所整理

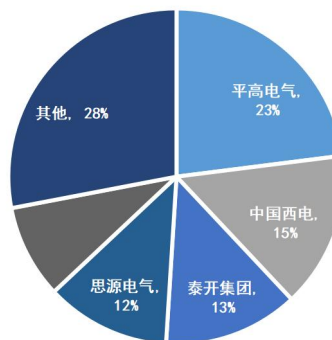
根据国网电子商务平台数据，2021年、2022年公司在国网组合电器招标中份额分别高达30%和23%，稳居行业第一，其他一线企业包括中国西电、思源电气、泰开集团。2022年公司在国网隔离开关招标中份额为15%，位居行业第四，与前三名份额持平（泰开集团17%、思源电气16%、长高电气16%），在断路器招标中份额为17%，位居行业第四。公司在高压开关领域位列行业第一梯队，在GIS领域稳居行业头把交椅。

图24: 2021 国网设备招标组合电器市场格局



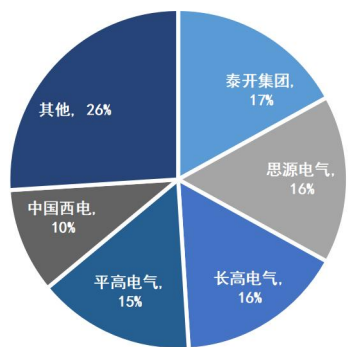
资料来源：国家电网，国信证券经济研究所整理

图25: 2022 国网设备招标组合电器市场格局



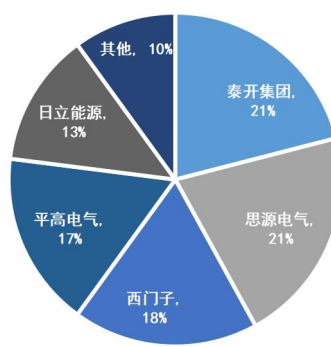
资料来源：国家电网，国信证券经济研究所整理

图26: 2022 国网设备招标隔离开关市场格局



资料来源：国家电网，国信证券经济研究所整理

图27: 2022 国网设备招标断路器市场格局



资料来源：国家电网，国信证券经济研究所整理

公司直流类产品同样处于行业领先地位。电网方面，公司作为全国最大的直流隔离开关、接地开关研发生产制造基地，产品涵盖 10-1120kV 全电压等级，多项技术成果通过国家级鉴定，先后荣获机械工业科学技术进步奖、河南省科学技术奖等 10 多项荣誉。

2016 年公司研制世界首台 100kV 谐振型直流转换开关，为风电、光伏发电等清洁能源消纳及多端直流输电提供解决方案，研制的世界首台 1100kV 滤波器组断路器攻克了特高压交直流电网互联的关键“瓶颈”，填补了国际空白。

公司成功研制 150-1100kV 直流穿墙套管打破国际垄断，突破了特高压直流穿墙套管重大“卡脖子”装备核心技术，其技术成果荣获中国机械工业科学技术特等奖。

2021 年以来，公司顺利实现海上风电 ±200kV 直流 GIS 示范应用，推出世界首支 ±1000kV 直流纯 SF6 气体绝缘穿墙套管；打破了国外垄断。

2023 年 3 月，公司与南方电网超高压输电公司联合研制的 ±800kV 直流高速开关通过全部试验考核，标志

着又一特高压直流重大装备实现国产化。

轨道交通方面，公司完全掌握了直流断路器和成套设备核心技术，成功研制出 PGDB-1800/D4000-80 型轨道交通直流断路器和 PGDA-1800 型轨道交通直流金属封闭开关设备。

气体绝缘输电线路（GIL）是一种采用 SF6 等气体绝缘、外壳与导体同轴布置的高电压、大电流、长距离电力传输设备。GIL 具有安全可靠、输电容量和架空线相当、输电损耗低、电磁辐射几乎为零、使用寿命长、占地面积小、防护性能好、故障率极低、抗冰雪和地震等灾害能力强等优点，相对于架空线和地下电缆在性能上有显著优势。

图 28：公司研制的世界首台 1100kV 滤波器组断路器



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

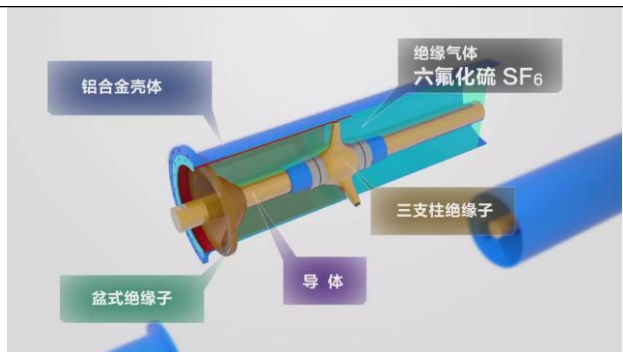
图 29：公司直流穿墙套管应用于白鹤滩-江苏直流工程



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

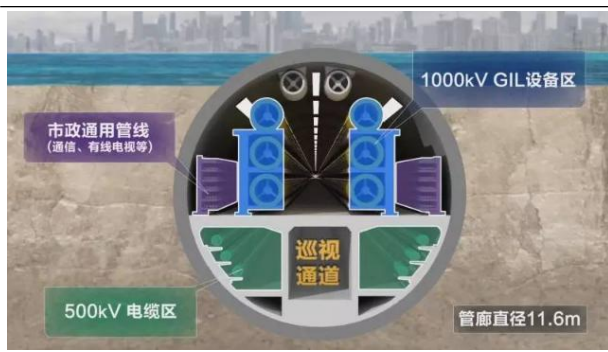
当前城市输电在地上以电力架空线为主，在地下以高压电缆为主。GIL 同时具备架空线大容量输电，以及地下高压电缆不占用土地资源的优点，并且解决了电力架空线占用城市稀缺的土地资源、电磁辐射影响居民身心健康和高压电缆输电容量不足的痛点。采用 GIL 地下输电方案替代电力架空线可以盘活出大量的土地资源，提升城市形象，减少架空线对周围居民的辐射，为地方政府带来巨大的经济效益。

图 30：GIL 内部结构示意图



资料来源：国家电网报，国信证券经济研究所整理

图 31：苏通综合管廊截面示意图



资料来源：国家电网报，国信证券经济研究所整理

公司已成功研制世界首台 1100kV 环保型 GIL，成功研制 363/420kV GIL，是国内唯一具有 40.5-1100kV GIL 产品设计、生产、维护能力的厂家，由公司组织申报的“1100kV 气体绝缘金属封闭输电线路（GIL）”被河南省工信厅评选为“2018 年度河南省装备制造业十大标志性高端装备”。

苏通管廊作为世界首条特高压 GIL 工程，是电压等级最高、输送容量最大、技术水平最先进的超长距离 GIL 创新工程，公司为苏通管廊工程提供二分之一设备和四分之三绝缘子核心零部件。

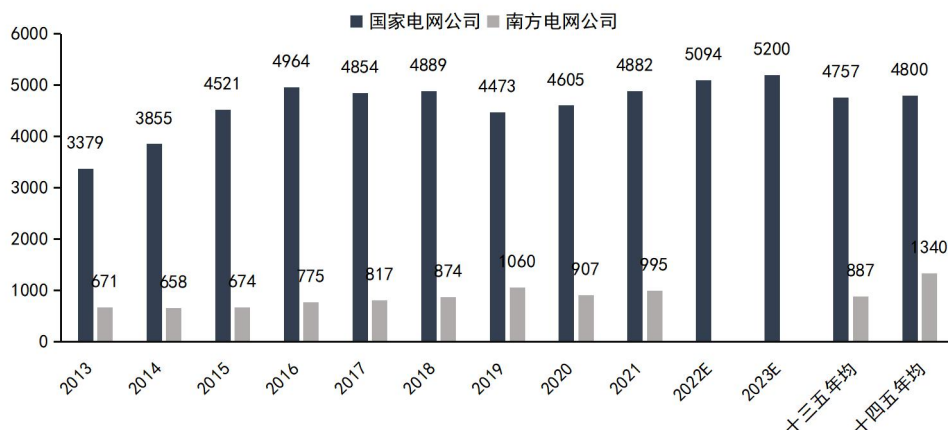
◆ 主网与配网投资景气共振，2023 年特高压直流开工数量有望创造纪录

“十四五”期间，国家电网计划实现电网投资 2.4 万亿元，南方电网规划实现电网投资约 6700 亿元，两大电网公司合计投资总额将达到 3.07 万亿元。

从投资方向来看，国网侧重特高压，而南网侧重配电网。“十四五”期间国家电网公司规划建设特高压工程“24 交 14 直”，涉及线路 3 万余公里，变电换流容量达 3.4 亿千瓦，总投资 3800 亿，较“十三五”特高压投资总额 2800 亿元增长 35.7%，特高压有望迎来新一轮建设高峰。南方电网方面，预计“十四五”期间配电网规划投资达到 3200 亿元，约占总投资额的 48%。

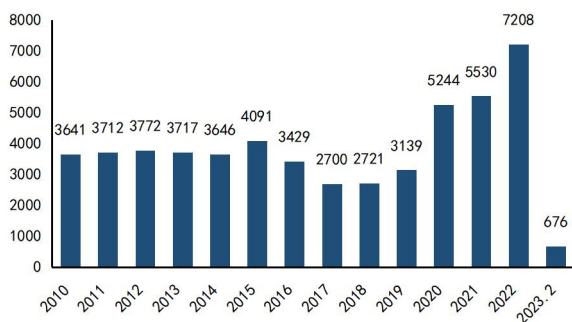
电网投资与电源投资相比具有跨区协调要求高的特点，2022 年由于多轮散发疫情影响，全年电网投资完成额仅为 5012 亿元；而电源投资受影响相对较小，全年投资完成额达到 7208 亿元，再创历史新高，电网/电源投资差进一步拉大。今年 1 月国家电网明确表态，全年电网投资有望超过 5200 亿元，再创历史新高。随着 2022-2025 年新能源装机容量的大幅提升，特高压与配电网侧投资需求日益迫切，将成为远期决定新能源装机和发电量占比的关键环节。

图 32：国家电网、南方电网“十三五”与“十四五”电网投资对比（单位：亿元）



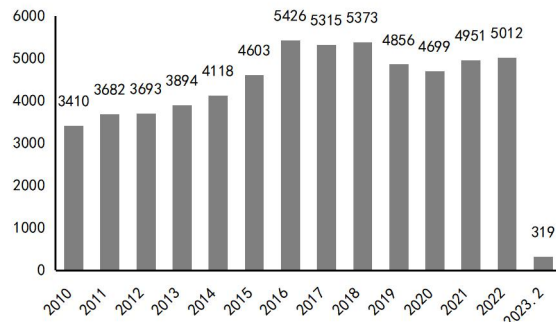
资料来源：国家电网、南方电网，国信证券经济研究所整理

图 33：电源工程年度投资完成额（单位：亿元）



资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

图 34：电网工程年度投资完成额（单位：亿元）



资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

特高压交流适用于近距离大容量输电，可作为交流输电骨干网替代超高压交流电网；特高压直流适用于长距离大容量输电，往往用于送受端关系明确的新能源大规模外送和电网大区互联。因此，特高压直流是“大基地”新能源外送的“大动脉”，而特高压交流负责将跨区输入的新能源电能负荷中心合理分配，同时确保电网运行的稳定性。2022 年 1 月，国家能源局在《关于委托开展“十四五”规划输电通道配套水风光

及调节电源研究论证的函》中首次提出了“十四五”期间为配套水风光等能源基地，将规划建设“3交9直”12条特高压通道，其中直流工程数量远超交流，可见直流输电是新能源远距离外送的主要方式。

国家电网公司原计划2022年开工“10交3直”共13条特高压线路，但受疫情等因素影响2022年实际仅开工“5交0直”，开工进度低于预期。根据国家电网最新计划，预计2023年核准“5直2交”，开工“6直2交”，特高压直流核准量有望接近历史最高（2015年核准6条），开工量有望创造历史新高（2015年开工4条），2023-2025年特高压产业链有望拥抱新一轮景气周期。

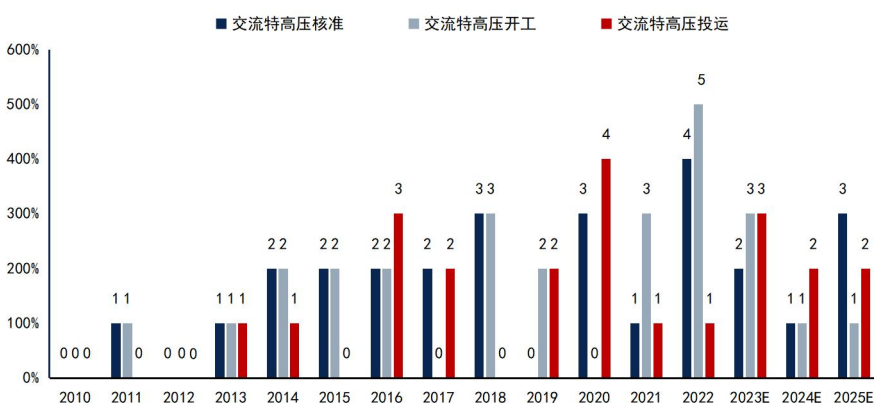
2023年3月，国家电网特高压公司发布年度集中采购批次计划安排，特高压建设分公司预计分别在1/4/7/10月份完成共四批次集中采购招标。2023年以来，金上-湖北±800kV特高压直流和我国首个“风光火储一体化”陇东-山东±800kV特高压直流工程先后开工，全年特高压建设任务有望顺利完成。

图35：我国特高压直流项目历年核准、开工、投运数量统计（单位：条）



资料来源：国家电网，国家能源局，国信证券经济研究所整理

图36：我国特高压交流项目历年核准、开工、投运数量统计（单位：条）



资料来源：国家电网，国家能源局，国信证券经济研究所整理

结合国家电网、南方电网规划和当前特高压项目推进情况，我们预计2023-2025年全国特高压直流项目核准量分别为5/4/4条，开工量分别为5/4/5条，投运量分别为0/3/6条；预计全国特高压交流项目核准量分别为2/1/3条，开工量分别为3/1/1条，投运量分别为3/2/2条。2023年我国特高压交流将迎来投运阶段性高峰，特高压直流将开启三年投运上行周期。

表2: 我国推进中特高压直流项目列表

项目名称	电压等级 (kV)	线路长度 (km)	投资额 (亿元)	核准时间	开工时间	投运时间
陇东-山东	±800	926	202	2023. 2	2023. 3	预计 2024
金上-湖北	±800	1784	334	预计 2023	2023. 2	预计 2024
哈密北-重庆	±800	2300	300	预计 2023	预计 2023	预计 2024
宁夏-湖南	±800	1619	-	预计 2023	预计 2023	预计 2025
藏东南-粤港澳	±800	-	-	预计 2023	预计 2023	预计 2025
陇电入浙	±750	-	-	预计 2024	预计 2024	预计 2025
陕西-河南	±800	-	-	预计 2024	预计 2024	预计 2025
蒙西-京津冀	±660	-	-	预计 2024	预计 2024	预计 2025
陕西-安徽	±800	509	-	预计 2024	预计 2024	预计 2025

资料来源: 国家电网, 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

表3: 我国推进中特高压交流项目列表

项目名称	电压等级 (kV)	线路长度 (km)	投资额 (亿元)	核准时间	开工时间	投运时间
驻马店-武汉	1000	287	34	2021. 11	2022. 3	预计 2023
福州-厦门	1000	238	71	2022. 1	2022. 3	预计 2023
武汉-南昌	1000	926	91	2022. 6	2022. 9	预计 2023
张北-胜利	1000	140	-	2022. 9	预计 2023	预计 2024
川渝特高压	1000	660	288	2022. 9	2022. 9	预计 2025
阿坝-成都东	1000	300	60	预计 2023	预计 2023	预计 2025
大同-怀来-天津	1000	-	-	预计 2024	预计 2024	预计 2024

资料来源: 国家电网, 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

国际方面, 各国均面临经济增速放缓的压力, 政府通过增加基础建设投资来带动经济发展和就业, 其中电力基础设施建设是重点投资方向之一。同时, 中国也在加速实现碳中和目标。受益于此, 公司每年营业收入与新增订单量持续上升。海外市场中欧洲、北美洲等电力发达地区输配电设备运行多年, 有较大的改造更换空间; 东南亚、中东、非洲等地区电力基础设施建设落后, 存在较大的新建业务机会。

◆ 盈利预测

假设前提:

高压板块: 主要产品包括 110kV 及以上 GIS、断路器、隔离开关, 其中 GIS 是主要收入来源。在特高压建设放量的带动下, 预计 750kV/1000kV 等高毛利率产品销售占比有望显著提升, “优质优价”政策下产品销售价格有望恢复到正常水平。我们预计 2022-2025 营业收入分别为 49.8/46.9/59.3/62.1 亿元, 毛利率分别为 24.4%/23.5%/25.7%/26.1%。

中低压及配网板块: 主要包括 110kV 以下 GIS、断路器、隔离开关, 轨道交通电气开关设备。中低压及配网板块收入与配电网建设密切相关, 且市场竞争较高压产品更为激烈, 市场格局较为分散。我们保守预计 2022-2025 年营业收入分别为 29.8/32.4/45.0/45.0 亿元, 毛利率分别为 11.5%/11.0%/11.0%/11.5%。

国际业务板块: 主要包括海外电力工程总包和设备销售, 随着全球疫情影响的逐步消退和中国电气装备集团海外战略的逐步落地, 我们预计该业务 2023 年有望扭亏。我们保守预计 2022-2025 年营业收入分别为 2.0/10.0/8.0/10.0 亿元, 毛利率分别为-140.0%/5.0%/5.0%/10.0%。

运维检修及其他: 主要包括公司各类产品的运维检修业务和公司新增的带电作业机器人业务。我们预计 2022-2025 年营业收入分别为 10.0/10.0/11.0/12.0 亿元, 毛利率分别为 28.0%/28.0%/28.0%/28.0%。

其他业务: 包括公司电锅炉等其他业务, 电锅炉是电能替代和清洁采暖的重要方向。我们预计 2022-2025 年营业收入分别为 1.1/1.6/1.7/1.7 亿元, 毛利率分别为 40.0%/38.0%/35.0%/34.0%。

综上所述, 我们预计 2022-2025 年公司实现营业收入分别为 92.74/100.85/124.93/130.79 亿元, 同比

+0.0%/8.7%/23.9%/4.7%，毛利率分别为 17.3%/18.3%/19.4%/20.1%。

我们假设公司销售费用率、管理费用率随着销售规模的扩张略有下降，由于公司将在高压开关、检修机器人等领域有持续的研发投入，预计研发费用率维持在较高水平。我们预计 2022-2025 年公司销售费用率分别为 3.6%/3.5%/3.2%/3.2%，管理费用率分别为 4.1%/4.0%/3.5%/3.4%，研发费用率分别为 3.5%/3.1%/3.0%/3.0%。

未来 4 年业绩预测

表4: 未来 4 年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,273	9,274	10,085	12,493	13,079
营业成本	8,001	7,670	8,238	10,067	10,445
销售费用	300	334	353	400	491
管理费用	272	380	403	437	445
研发费用	310	325	313	375	392
财务费用	39	(15)	(17)	(25)	(32)
营业利润	116	365	720	1,147	1,317
利润总额	133	372	730	1,157	1,327
归属于母公司净利润	71	212	431	729	836
EPS	0.05	0.16	0.32	0.54	0.62
ROE	1%	2%	5%	7%	8%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2022-2025 年实现营业收入分别为 92.74/100.85/124.93/130.79 亿元，同比增速分别为 0.0%/8.7%/23.9%/4.7%；归属母公司净利润 2.12/4.31/7.29/8.36 亿元，同比增速分别为 199.8%/102.9%/69.2%/14.7%，2022-2025 年每股收益分别为 0.16/0.32/0.54/0.62 元。

◆ 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：9.96-10.82 元

公司是国内高压开关市场龙头企业，在 GIS 领域位居行业第一，在配网开关等电力设备领域处于行业第一梯队。“十四五”我国电网建设将迎来新一轮上行周期，两网投资额有望超过 3 亿元。“十四五”期间国家电网特高压计划投资 3800 亿元，较“十三五”增长 35.7%；“十四五”期间南网电网计划配电网投资 3200 亿元，投资额占比高达 48%，输电网与配电网建设将迎来景气共振。2021-2022 年受疫情等因素影响，电网建设进度低于预期，我们预计 2023-2025 年将迎来电网建设集中放量，公司作为开关领域龙头将充分受益。在电网公司“优质优价”指引下，公司产品售价迎来显著复苏，此外特高压销售占比的提升助力公司毛利率修复。公司海外业务经验丰富，受疫情影响 2021-2022 年出现严重亏损，2023 年有望扭亏为盈。公司是国内唯一具有 40.5-1100 千伏 GIL 产品设计、生产、维护能力的厂家，未来在架空线入地、减少土地占用、城市美化、配电网扩容等需求带动下有望迎来快速增长。

表5: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	3.2%	-12.4%	-5.2%	0.0%	8.7%	23.9%	4.7%
营业成本/营业收入	88.0%	87.5%	86.3%	82.7%	81.7%	80.6%	79.9%
销售费用/营业收入	3.8%	3.1%	3.2%	3.6%	3.5%	3.2%	3.2%
管理费用/销售收入	2.5%	2.6%	2.9%	4.1%	4.0%	3.5%	3.4%
研发费用/销售收入	2.1%	2.4%	3.3%	3.5%	3.1%	3.0%	3.0%
营业税及附加/营业收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
所得税税率	20.2%	32.7%	9.5%	18.0%	17.0%	16.0%	16.0%
股利分配比率	30.3%	30.1%	30.7%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

表6: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.10	T	15.00%
无风险利率	2.80%	Ka	10.17%
股票风险溢价	6.70%	有杠杆 Beta	1.15
公司股价 (元)	9.40	Ke	10.52%
发行在外股数 (百万)	1357	E/(D+E)	94.00%
股票市值 (E, 百万元)	12755	D/(D+E)	6.00%
债务总额 (D, 百万元)	740	WACC	10.14%
Kd	5.00%	永续增长率 (10年后)	1.8%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上假设采用 FCFE 估值方法, 得到公司的绝对估值区间为 9.96-10.82 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于权益资本成本 Ke 和永续增长率较为敏感, 下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析, 得出公司绝对估值的股价区间在 9.96-10.82 元。

表7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		Ke 变化				
		10.1%	10.3%	10.5%	10.7%	10.9%
永续 增长 率 变 化	2.4%	11.48	11.14	10.82	10.51	10.21
	2.2%	11.31	10.98	10.66	10.36	10.08
	2.0%	11.14	10.82	10.51	10.22	9.95
	1.8%	10.98	10.67	10.37	10.09	9.82
	1.6%	10.82	10.52	10.24	9.96	9.70
	1.4%	10.68	10.39	10.11	9.84	9.59
	1.2%	10.54	10.26	9.99	9.73	9.48

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 10.24-10.88 元

可比公司的选择: 公司是电力设备龙头企业, 主营业务、市场地位与国电南瑞、思源电气、许继电气较为接近, 因此选择上述公司作为可比公司。

通过对比可以看出可比公司 2023 年平均 PE 为 21.3 倍, 低于公司 30.2 倍的估值水平。我们认为公司估值高于可比公司主要原因如下: 其一, 公司常年稳居全国组合电器领域行业第一, “十四五”期间输电网和配电网投资同时利好公司优势业务成长; 其二, 公司具有较强的海外电力 EPC 和设备销售业务经验, 随着疫情影响的消除公司海外业务预期显著转好; 其三, 从 PEG 角度分析, 公司估值水平低于可比公司均值, 公司高于行业水平的业绩增速应当给予溢价; 其四, 公司是 GIL 行业龙头企业, 未来 1-2 年有望迎来行业

需求拐点，公司有望充分受益。综上所述，我们认为 23 年公司合理估值区间为 32-34 倍 PE，得出公司合理相对估值股价区间为 10.24-10.88 元。

表8：同类公司估值比较（2023 年 4 月 10 日收盘价）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS		PE		PEG
					2022E	2023E	2022E	2023E	2023E
600406	国电南瑞	-	27.08	1813	0.99	1.17	27.4	23.1	1.4
002028	思源电气	买入	42.38	326	1.58	2.04	26.8	20.8	1.2
000400	许继电气	-	21.52	217	0.86	1.07	25.0	20.1	0.6
均值					1.14	1.43	26.4	21.3	1.1
600312	平高电气	买入	9.58	130	0.16	0.32	61.3	30.2	0.4

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测 注：国电南瑞、许继电气采用 wind 一致预测数据，PEG 取 2023-2024 年增速

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理价值在 10.24-10.82 元之间，对应 23 年动态 PE 区间为 32-34 倍，相对于公司目前股价有 7%-13%溢价空间。我们认为，公司是国内组合电器龙头企业，将充分受益于 2023-2025 年电网投资集中放量，随着疫情等影响的消除公司海外业务有望在 2023 年扭亏为盈，公司在特高压直流开关设备和 GIL 领域处于国际领先水平，远期成长性良好。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 92.74/100.85/124.93 亿元，同比增长 0.0%/8.7%/23.9%；实现归母净利润 2.12/4.31/7.29 亿元，同比增长 199.7%/102.9%/69.2%；首次覆盖给予“买入”评级。

◆ 风险提示

估值的风险

我们采用了绝对估值和相对估值方法，多角度综合分析得出公司的合理估值在 10.24-10.82 元之间，但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、股权资金成本 K_e 的计算、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选择，其中都加入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体如下：

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、股权资金成本 K_e 对公司的估值影响较大，我们在计算 K_e 时采用的无风险利率 2.80%、股票风险溢价 6.70% 的取值都有可能偏低，导致 K_e 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定 10 年后公司 TV 增长率为 1.8%，公司产品销售主要依赖电网投资，目前下游需求良好，行业景气度较高，但是远期面临行业增长减慢甚至下滑的可能性，那么公司持续成长实际偏低或者负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们主要关注公司 23 年估值，选取可比公司 23 年平均 PE 和 PEG 作为参考，最终判断公司 23 年合理的 PE 在 32-34 倍之间。上述估值方法存在以下风险：选取的可比公司，各公司对应下游应用存在差异，市场竞争要素和格局存在区别，行业整体估值水平偏高。

盈利预测的风险

毛利率/价格下降：钢铁、铜、铝、绝缘气体等公司主要原材料价格持续上涨造成产品毛利率下降，市场竞争加剧、同行业公司扩产等原因造成公司主要产品价格和毛利率下降。

电网投资不及预期：电网投资节奏对于公司业绩存在显著影响，若电网投资节奏或金额低于预期，则公司业绩增速可能受到影响。

海外市场盈利水平低于预期：海外市场受到战争、政治、法律、劳工等多重因素影响，存在较大的不确定性，若海外市场出现较大波动，则公司海外业务盈利水平可能低于预期。

行业竞争加剧：目前高压开关行业竞争格局较为稳定，若后续行业竞争加剧，则公司产品营业收入增速和毛利率存在高估的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	2339	2774	2599	3569	3967	营业收入	9781	9273	9274	10085	12493
应收款项	8588	6539	7115	7736	9583	营业成本	8559	8001	7670	8238	10067
存货净额	1880	1751	2101	2257	2758	营业税金及附加	64	78	65	71	87
其他流动资产	226	933	537	577	705	销售费用	306	300	334	353	400
流动资产合计	13824	12866	12965	14798	17818	管理费用	258	272	380	403	437
固定资产	2716	2518	2324	2127	1927	研发费用	234	310	325	313	375
无形资产及其他	1230	1404	1310	1216	1123	财务费用	97	39	(15)	(17)	(25)
其他长期资产	2783	2176	1391	1009	999	投资收益	24	24	30	35	36
长期股权投资	198	211	211	211	211	资产减值及公允价值变动	(176)	(205)	(200)	(60)	(60)
资产总计	20751	19175	18202	19361	22079	其他收入	237	230	220	80	80
短期借款及交易性金融负债	1265	658	700	700	700	营业利润	172	116	365	720	1147
应付款项	8407	7243	5884	6319	7723	营业外净收支	31	17	7	10	10
其他流动负债	662	666	838	899	1090	利润总额	203	133	372	730	1157
流动负债合计	11285	9601	8350	8927	10762	所得税费用	67	13	67	124	185
长期借款及应付债券	0	0	40	80	120	少数股东损益	11	50	93	175	243
其他长期负债	82	82	40	43	46	归属于母公司净利润	126	71	212	431	729
长期负债合计	82	82	80	123	166	现金流量表（百万元）					
负债合计	11368	9683	8430	9050	10928	净利润	126	71	212	431	729
少数股东权益	305	356	445	617	857	资产减值准备	(169)	(179)	(180)	(40)	(40)
股东权益	9078	9136	9327	9694	10293	折旧摊销	415	483	338	341	343
负债和股东权益总计	20751	19175	18202	19361	22079	公允价值变动损失	0	(0)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	97	39	(15)	(17)	(25)
每股收益	0.09	0.05	0.16	0.32	0.54	营运资本变动	2726	317	(1568)	(285)	(787)
每股红利	0.03	0.02	0.05	0.10	0.16	其它	(1763)	507	186	166	225
每股净资产	6.92	7.00	7.20	7.60	8.22	经营活动现金流	1335	1198	(1012)	612	470
ROIC	2%	2%	3%	6%	8%	资本开支	(72)	(99)	(50)	(50)	(50)
ROE	1%	1%	2%	5%	7%	其它投资现金流	24	96	815	418	45
毛利率	12%	14%	17%	18%	19%	投资活动现金流	(48)	(4)	765	368	(5)
EBIT Margin	4%	3%	5%	7%	9%	权益性融资	(4)	26	0	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	9%	10%	12%	负债净变化	(1028)	(599)	82	40	40
收入增长	-12%	-5%	0%	9%	24%	支付股利、利息	(72)	(41)	(26)	(67)	(132)
净利润增长率	-45%	-44%	200%	103%	69%	其它融资现金流	(1028)	(599)	42	0	0
资产负债率	55%	50%	46%	47%	49%	融资活动现金流	(1201)	(652)	71	(9)	(68)
股息率	0.3%	0.2%	0.5%	1.0%	1.7%	现金净变动	86	542	(176)	970	398
P/E	101.2	180.2	60.1	29.6	17.5	货币资金的期初余额	2396	2339	2774	2599	3569
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1	货币资金的期末余额	2339	2774	2599	3569	3967
EV/EBITDA	31.1	28.3	25.3	20.8	16.1	企业自由现金流	3311	982	(870)	593	452
						权益自由现金流	2218	348	(776)	647	513

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032