

2022 年业绩点评：市占率持续提升，国际化推进加速

宏发股份 (600885. SH)

核心观点

公司发布 2022 年年报:2022 年实现营收 117.3 亿元,同比+17.1%;归母净利润 12.5 亿元,同比+17.4%,扣非后 12.0 亿元,同比+30.1%,业绩符合预期。量方面,公司继电器龙头地位稳固,2022 年全球继电器整体市场份额提升 2pct 至 19.4%;利方面,公司费用管控优质,海外盈利保持高位。未来关注公司高压继电器占比逐步提升带来盈利能力提升以及海外工厂落地国际化加速推进。

事件

公司 2022 年营业收入 117.3 亿元,同比+17.1%;归母净利润 12.5 亿元,同比+17.4%;扣非后 12.0 亿元,同比+30.1%。业绩符合预期。

其中 22Q4 营收 27.7 亿元,同/环比+12.9/-10.2%;归母净利润 2.8 亿元,同/环比+15.4%/-19.7%;扣非后 2.2 亿元,同/环比+16.1%/-43.3%

点评

量：继电器龙头地位稳固，全品类市占率持续提升。公司 22 年实现继电器产销 27.68/27.66 亿只,同比-9.52%/-6.57%,继电器产品稳居全球第一,并持续扩大市场份额,2022 年全球继电器整体市场份额提升 2pct 至 19.4%,细分品类齐头并进,其中计量磁保持/高压直流/功率/传统家电/信号/汽车继电器市场份额分别提升至 56.5%/40.0%/57%/27.7%/18.1%。

利：费用管控优质，加速推进国际化。2022 年公司毛利率 34.1%,同比-0.5pct;扣非净利率 10.2%,同比+1.0pct。其中 2022Q4 毛利率 33.1%,环比-3.8pct;扣非净利率 8.0%,环比-4.7pct,主要系 Q4 产能利用率不足下制造费用较高,同时受汇兑损失影响。尽管 2022 年公司毛利率小幅下滑,但是得益于优质的费用管控能力,扣非净利率回升 1.0pct。

继电器稳步增长，海外盈利保持高位。分业务来看，1) 2022 年继电器产品营收 105.0 亿元,同比+21.1%,营收占比提升 3.2pct 至 89.5%,毛利率 35.8%,同比-1.3pct,主要系原材料涨价导致盈利小幅下滑。2) 电气产品 2022 年营收 6.8 亿元,同比-24.2%,

维持

买入

许琳

xulin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522110001

发布日期: 2023 年 04 月 03 日

当前股价: 32.59 元

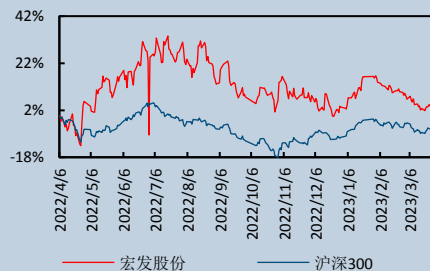
目标价格 6 个月: 40.6 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-7.96/-8.42	-2.45/-8.40	-31.86/-32.05
12 月最高/最低价 (元)		59.83/32.12
总股本 (万股)		104,267.43
流通 A 股 (万股)		104,267.43
总市值 (亿元)		339.81
流通市值 (亿元)		339.81
近 3 月日均成交量 (万)		529.56
主要股东		
有格创业投资有限公司		27.35%

股价表现



相关研究报告

- 2022-10-31 【中信建投电力设备】宏发股份 (600885): 季报点评: 产品结构优化, 盈利能力持续提升
- 2022-08-21 【中信建投电力设备】宏发股份 (600885): 2022 半年报点评: 业绩稳步增长, 费用控制优异

营收占比降低 3.2pct 至 13.7%，毛利率 21.5%，同比+1.7pct，业务萎缩主要系国内市场建筑配电需求相对疲软。分区域来看，海外营收 43.3 亿元，同比+17.4%，营收占比 36.9%，同比+0.1pct。2022 年国内/国外毛利率为 32.7%/37.9%，同比-1.5/+1.1pct。海外各市场业绩亮眼，①欧洲市场，欧洲宏发与奔驰、大众、宝马等行业标杆达成深度合作，2022 年营业额突破 2 亿欧元，同比+40%；②北美市场，美国宏发和美国 KG 克服不利因素合计实现同比+33%；③东南亚市场，印尼市场开拓顺利，计量磁保持继电器产品市占率超 85%。此外，2022 年外汇率贡献 1 亿汇兑收益。公司加快推进制造国际化，2022 年底公司下设宏发欧洲和宏发印尼两家企业，拟投建印尼工厂新增生产交流互感器产品以及高压直流继电器等，并着手启动欧洲工厂的筹建工作。公司国际化的顺利推进有望进一步提振业绩，提高盈利能力。

预计 2023-2025 年公司实现营收 133.8/151.4/167.4 亿元，对应 2023-2025 年公司归母净利润 14.13/18.06/20.39 亿元，对应 2023 年 3 月 31 日股价的 PE 为 24.07/18.83/16.67 倍，维持“买入”评级。

风险分析：1) 下游新能源汽车产销不及预期造成高压继电器出货不及预期：销量端可能受到疫情反复、需求疲软影响而不及预期；产量端可能受到上游原材料价格大幅波动、限电、疫情反复等影响不及预期，进而影响公司相关业务出货量及盈利能力。2) 原材料价格如铜、银等金属上涨超预期：2021 年以来原材料价格持续上涨，同时原材料价格阶段性出现大幅波动性，价格高位及不稳定性对于终端需求有一定影响，与此同时对于公司短期业绩有扰动。3) 全球经济承压，工控及消费需求不及预期：公司作为继电器行业龙头，工控、家电、电网、新能源等领域是支撑营收和利润的关键，也是公司成长性的反映，若全球经济增速不及预期将影响当期和远期业绩。

重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,022.66	11,733.39	13,379.71	15,143.82	16,738.45
YoY(%)	28.18	17.07	14.03	13.18	10.53
归母净利润(百万元)	1,062.56	1,247.35	1,412.55	1,805.57	2,039.13
YoY(%)	27.69	17.39	13.24	27.82	12.94
毛利率(%)	34.58	34.06	33.51	34.67	34.69
净利率(%)	10.60	10.63	10.56	11.92	12.18
ROE(%)	16.23	16.64	16.65	18.52	18.25
EPS(摊薄/元)	1.02	1.20	1.35	1.73	1.96
P/E(倍)	32.00	27.26	24.07	18.83	16.67
P/B(倍)	5.48	4.75	4.18	3.61	3.14

资料来源: iFinD, 中信建投证券

目录

事件	1
点评	1
一、业绩稳步增长，继电器龙头地位稳固	1
量：继电器龙头地位稳固，全品类市占率持续提升	2
利：费用管控优质，加速推进国际化	2
二、继电器稳步增长，海外盈利保持高位	3
三、现金流状况稳健，持续大规模技改提高效率	5
盈利预测及估值	6
风险分析	6
报表预测	7

事件

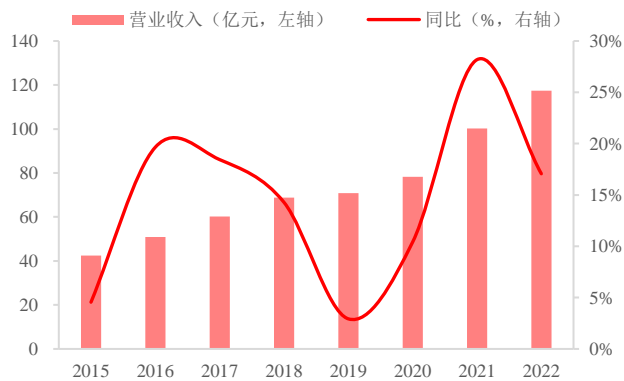
公司发布 2022 年年报：2022 年营业收入 117.3 亿元，同比+17.1%，毛利率 34.1%，同比-0.5pct；归母净利润 12.5 亿元，同比+17.4%；扣非后 12.0 亿元，同比+30.1%，扣非归母净利率 10.2%，同比+1.2pct。

点评

一、业绩稳步增长，继电器龙头地位稳固

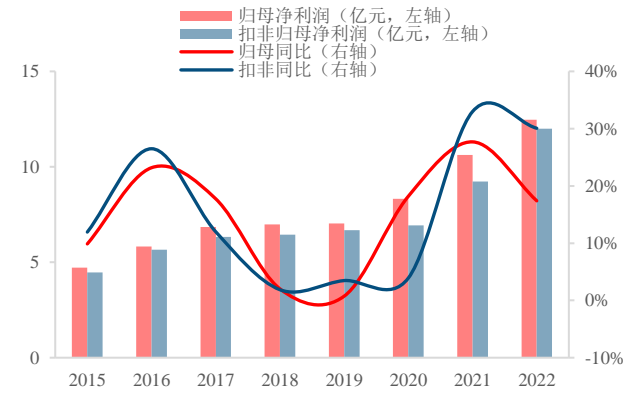
2022 年营业收入 117.3 亿元，同比+17.1%，毛利率 34.1%，同比-0.5pct；归母净利润 12.5 亿元，同比+17.4%；扣非后 12.0 亿元，同比+30.1%，扣非归母净利率 10.2%，同比+1.2pct。

图表1：2022 年营业收入 117.3 亿元，同比+17.1%



数据来源：公司公告，中信建投

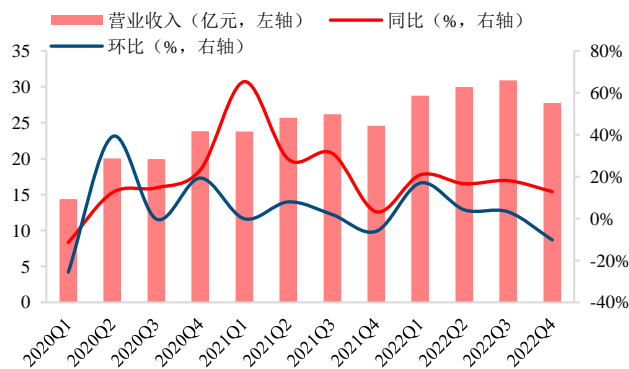
图表2：2022 年归母净利润 12.5 亿元，同比+17.4%



数据来源：公司公告，中信建投

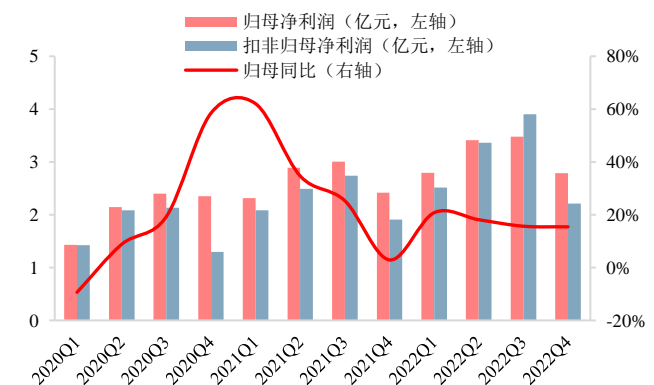
公司 2022Q4 实现营收 27.7 亿元，同/环比+12.9/-10.2%，毛利率 33.1%，环比-3.8pct；归母净利润 2.8 亿元，同/环比+15.4%/-19.7%；扣非后 2.2 亿元，同/环比+16.1%/-43.3%，扣非归母净利率 8.0%，环比-4.7pct。

图表3：2022Q4 实现营收 27.7 亿元，同/环比+12.9/-10.2%



数据来源：公司公告，中信建投

图表4：2022Q4 归母净利 2.8 亿元，同/环比+15.4%/-19.7%



数据来源：公司公告，中信建投

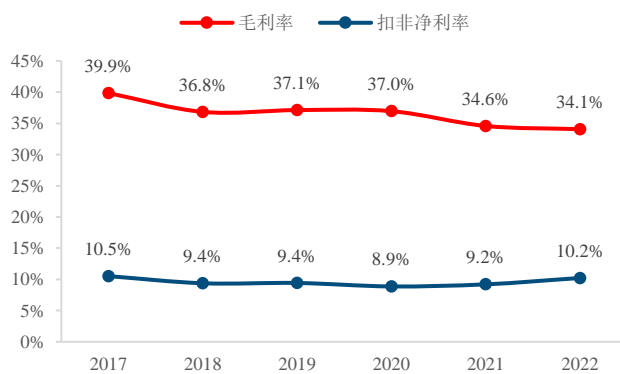
量：继电器龙头地位稳固，全品类市占率持续提升

公司 22 年实现继电器产销 27.68/27.66 亿只，同比-9.52%/-6.57%，继电器产品稳居全球第一，并持续扩大市场份额，2022 年全球继电器整体市场份额提升 2pct 至 19.4%，细分品类齐头并进，其中计量磁保持/高压直流/功率/传统家电/信号/汽车继电器市场份额分别提升至 56.5%/40.0%/57%/27.7%/18.1%。

利：费用管控优质，加速推进国际化

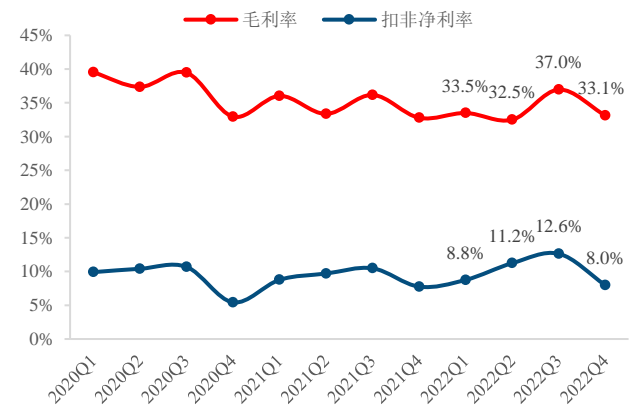
2022 年公司毛利率 34.1%，同比-0.5pct；扣非净利率 10.2%，同比+1.0pct。其中 2022Q4 毛利率 33.1%，环比-3.8pct；扣非净利率 8.0%，环比-4.7pct，主要系 Q4 产能利用率不足下制造费用较高，同时受汇兑损失影响。尽管 2022 年公司毛利率小幅下滑，但是得益于优质的费用管控能力，扣非净利率回升。

图表5：2022 年毛利率 34.1%，同比-0.5pct；扣非净利率 10.2%，同比+1.0pct



数据来源：公司公告，中信建投

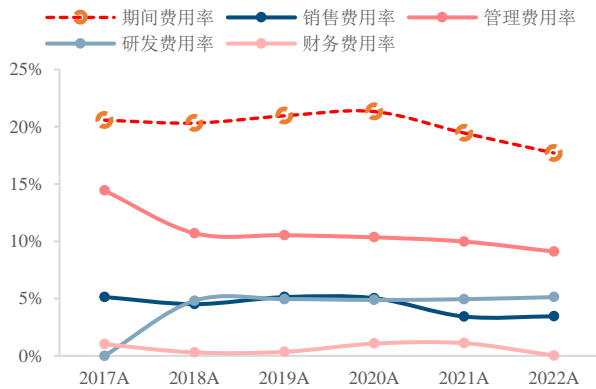
图表6：2022Q4 毛利率 33.1%，环比-3.8pct；扣非净利率 8.0%，环比-4.7pct



数据来源：公司公告，中信建投

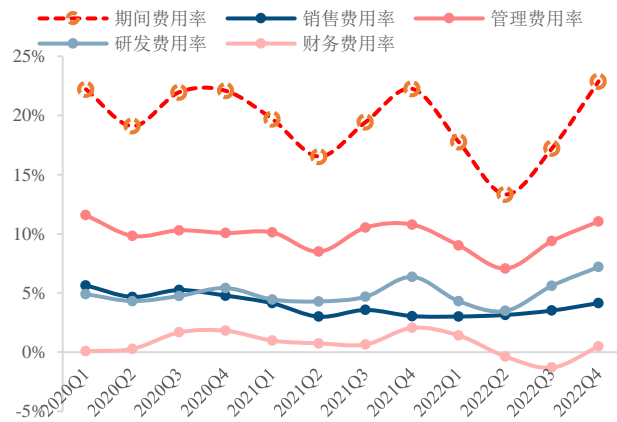
费用管控能力优质，费用率持续降低。2022 年公司期间费用率 17.7%，同比-1.7pct。分季度来看，2022 年 Q1-Q4 期间费用率分别为 17.8%/13.3%/17.2%/22.9%。虽然下半年费用率环比回升，但是全年来看费用率持续降低，主要系管理费用率改善和货币汇兑收入增加。

图表7：2022年公司期间费用率17.7%，同比-1.7pct



数据来源：公司公告，中信建投

图表8：2022Q4期间费用率22.9%，环比+5.7pct



数据来源：公司公告，中信建投

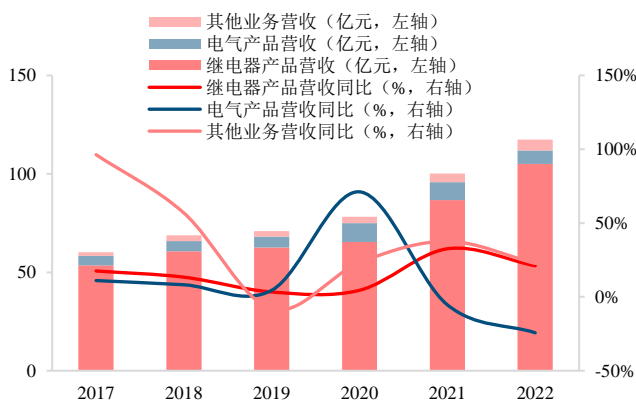
二、继电器稳步增长，海外盈利保持高位

分业务来看，继电器业务稳步增长，电气业务小幅萎缩

1) 继电器产品业务稳步增长：2022年继电器产品营收105.0亿元，同比+21.1%，营收占比提升3.2pct至89.5%。2022年继电器产品毛利率35.8%，同比-1.3pct。2022年继电器业务保持稳步增长，但原材料涨价导致盈利小幅下滑。

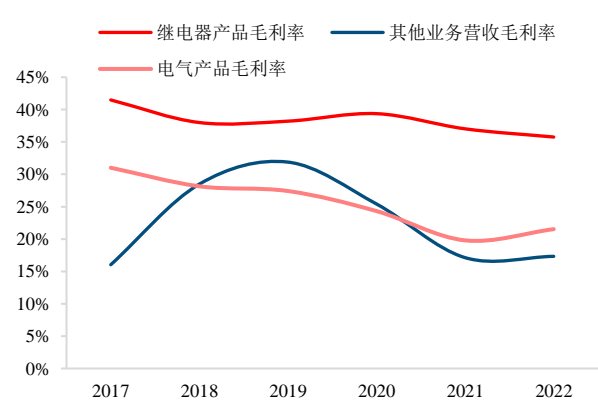
2) 电气产品业务小幅萎缩：2022年营收6.8亿元，同比-24.2%，营收占比降低3.2pct至13.7%，毛利率21.5%，同比+1.7pct，电气业务萎缩主要系国内市场建筑配电需求相对疲软。

图表9：2022年继电器产品营收105.0亿元，同比+21.1%



数据来源：公司公告，中信建投

图表10：2022年继电器产品毛利率35.8%，同比-1.3pct



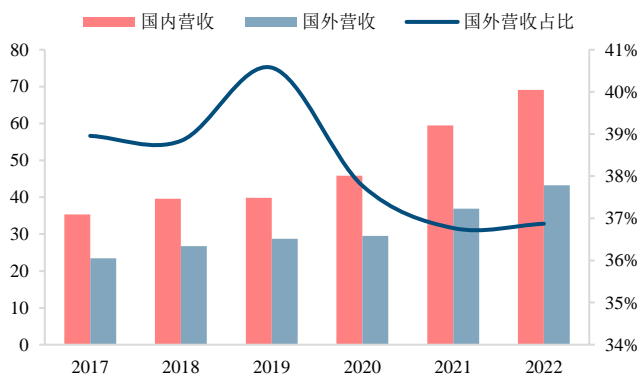
数据来源：公司公告，中信建投

分区域来看，海外业务占比高、盈利强，加快推进制造国际化

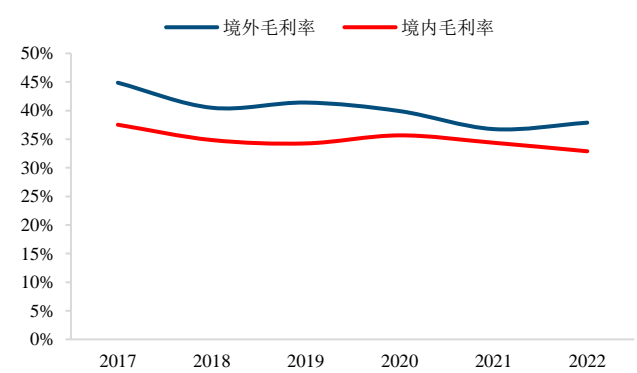
1) 业绩方面，海外营收占比较高、盈利强，各市场多点开花。2022年海外营收43.3亿元，同比+17.4%，

营收占比 36.9%，同比+0.1pct。2022 年国内/国外毛利率为 32.7%/37.9%，同比-1.5/+1.1pct。海外各市场业绩亮眼，①欧洲市场，欧洲宏发与奔驰、大众、宝马等行业标杆达成深度合作，2022 年营业额突破 2 亿欧元，同比+40%；②北美市场，美国宏发和美国 KG 克服不利因素合计实现同比+33%；③东南亚市场，印尼市场开拓顺利，计量磁保持继电器产品市占率超 85%。此外，2022 年外汇升值贡献 1 亿汇兑收益。

2) 产能方面，加快推进制造国际化，持续开拓海外市场。2022 年底公司正式在海外制造事业部下设宏发欧洲和宏发印尼两家企业，拟投建印尼工厂新增生产交流互感器产品以及高压直流继电器等，并着手启动欧洲工厂的筹建工作。公司国际化的顺利推进有望进一步提振业绩，提高盈利能力。

图表11： 2022 年海外营收 43.3 亿元，占比 36.9%


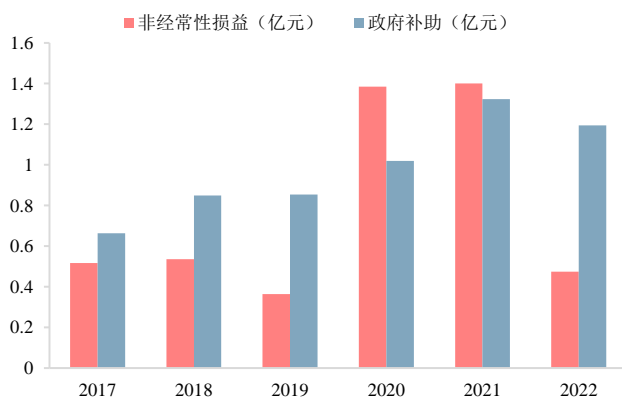
数据来源：公司公告，中信建投

图表12： 2022 年国内/国外毛利率为 32.7%/37.9%


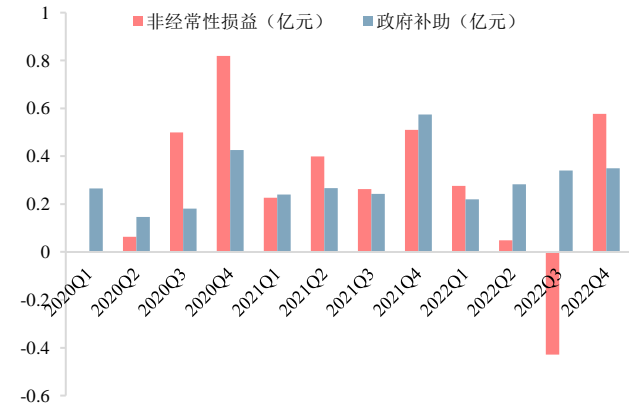
数据来源：公司公告，中信建投

政府补贴贡献较多非经

2022 年计提非经常损益 0.47 亿元，主要来自政府补助 1.20 亿元、投资收益-0.57 亿元。

图表13： 2022 年非经常损益 0.47 亿元，其中政府补助 1.2 亿元


数据来源：公司公告，中信建投

图表14： 2022Q4 非经常损益 0.58 亿元，其中政府补助 0.35 亿元


数据来源：公司公告，中信建投

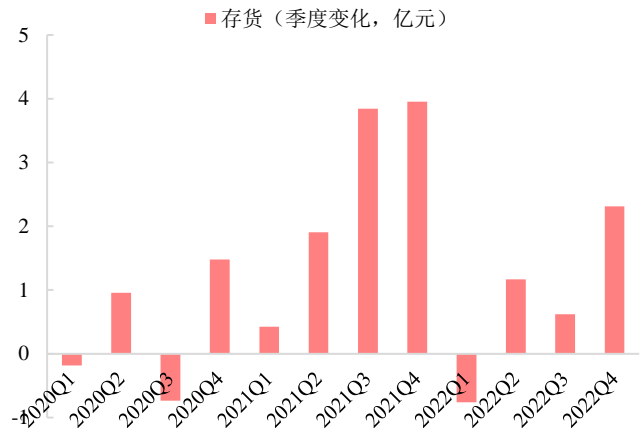
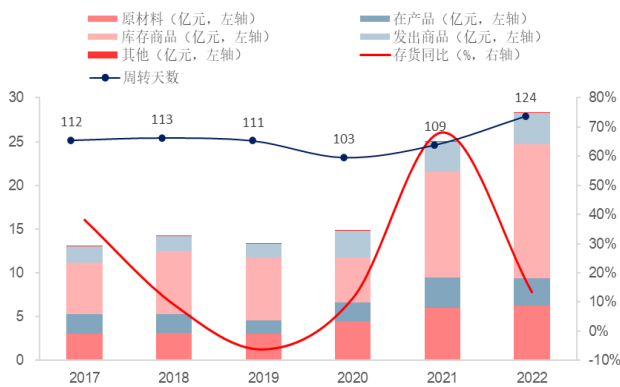
三、现金流状况稳健，持续大规模技改提高效率

存货增量显著减少

2022 年底存货为 28.3 亿元，同比增加 3.3 亿元，其中 22Q4 累库 2.3 亿元主要系疫情影响下游需求，与 2021 年 10.1 亿的存货增量相比，2022 年库存增量显著减少，周转天数同比提升，主要系 2021 年初存货较低影响。

图表15： 2022 年底存货为 28.3 亿元，同比增加 3.3 亿元

图表16： 2022Q4 累库 2.3 亿元



数据来源：公司公告，中信建投

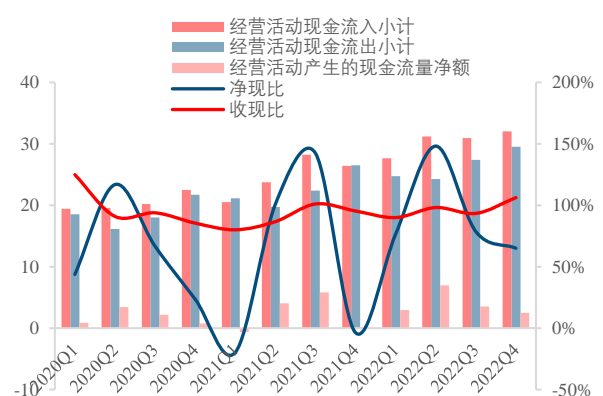
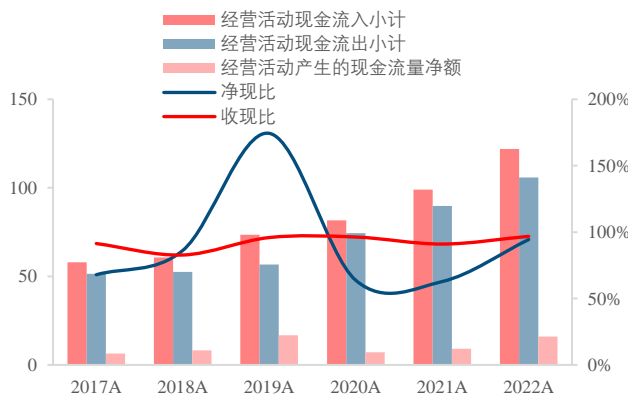
数据来源：公司公告，中信建投

现金流状况稳健，季节性变化显著

公司 2022 年经营活动产生的现金流净额 15.95 亿元，同比+74.9%。分季度来看，经营现金流净额季节性变化显著，通常在 Q2 和 Q3 维持高位，Q1 和 Q4 较低，主要系公司年末原材料采购和年初支付职工薪酬占比高。

图表17： 2022 年收现比/净现比为 97%/94%，同比+6/32pct

图表18： 经营现金流季节性变化显著



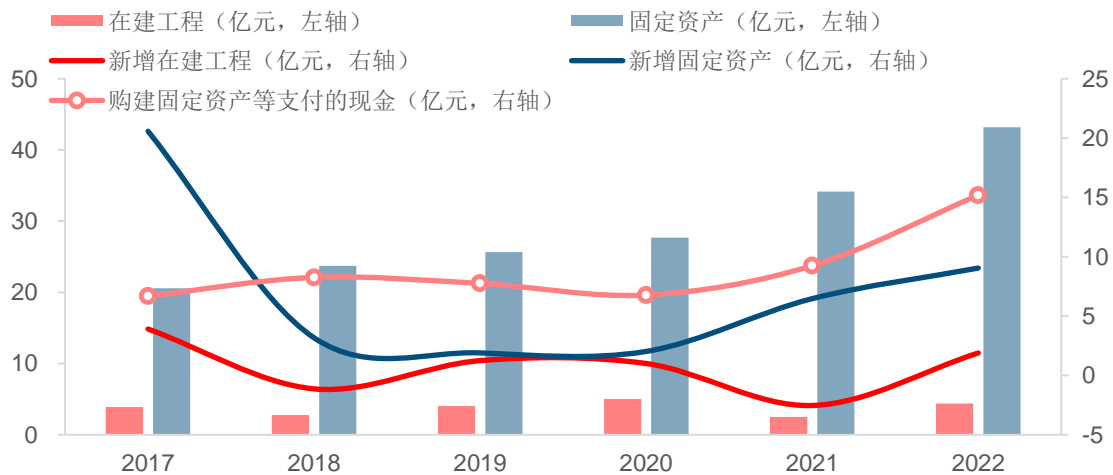
数据来源：公司公告，中信建投

数据来源：公司公告，中信建投

持续加大技改，提高生产效率

2022 年公司累计完成基建项目投资 4.9 亿元，推进国内“三大基地”舟山产业园、四川宏发、漳州宏发建设。公司持续大规模高标准技改投入，2022 年投入技改资金 10.16 亿元，进一步提高设备效能、扩大人均效率优势，超额完成“翻越门槛”计划，累计达到中、高级水平继电器产线 175 条，占比由 69% 升至 76%。

图表19： 公司持续投入技改，提高生产效率



数据来源：公司公告，中信建投

盈利预测及估值

预计 2023-2025 年公司实现营收 133.8/151.4/167.4 亿元，对应 2023-2025 年公司归母净利润 14.13/18.06/20.39 亿元，对应 2023 年 3 月 31 日股价的 PE 为 24.07/18.83/16.67 倍，维持买入评级。

风险分析

1) 下游新能源汽车产销不及预期造成高压继电器出货不及预期：销量端可能受到疫情反复、需求疲软影响而不及预期；产量端可能受到上游原材料价格大幅波动、限电、疫情反复等影响不及预期，进而影响公司相关业务出货量及盈利能力。

2) 原材料价格如铜、银等金属上涨超预期：2021 年以来原材料价格持续上涨，同时原材料价格阶段性出现大幅波动性，价格高位及不稳定性对于终端需求有一定影响，与此同时对于公司短期业绩有扰动。

3) 全球经济承压，工控及消费需求不及预期：公司作为继电器行业龙头，工控、家电、电网、新能源等领域是支撑营收和利润的关键，也是公司成长性的反映，若全球经济增速不及预期将影响当期和远期业绩。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,306.30	9,345.85	10,498.81	12,183.58	14,328.94
现金	1,707.57	1,358.23	1,490.96	2,123.98	3,104.76
应收票据及应收账款合	3,717.80	4,269.64	4,804.60	5,438.08	6,052.30
其他应收款	46.38	57.81	64.59	73.61	81.17
预付账款	168.76	194.61	224.13	253.06	279.59
存货	2,498.18	2,832.21	3,256.46	3,621.94	4,121.88
其他流动资产	167.60	633.35	658.08	672.91	689.23
非流动资产	5,360.02	6,644.95	7,017.33	7,242.85	7,117.75
长期投资	12.82	14.07	15.33	16.58	17.83
固定资产	3,424.66	4,325.83	4,176.61	4,213.27	4,345.40
无形资产	414.68	487.03	451.74	436.45	389.73
其他非流动资产	1,507.86	1,818.01	2,373.66	2,576.56	2,364.79
资产总计	13,666.32	15,990.80	17,516.15	19,426.44	21,446.69
流动负债	2,731.55	3,009.66	3,375.81	3,722.06	4,075.93
短期借款	45.18	40.83	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合	1,775.79	1,904.99	2,155.61	2,366.65	2,581.23
其他流动负债	910.57	1,063.84	1,220.19	1,355.41	1,494.70
非流动负债	2,197.97	3,028.41	2,698.37	2,358.82	1,875.37
长期借款	1,650.31	2,307.30	1,934.98	1,525.34	964.80
其他非流动负债	547.66	721.11	763.39	833.48	910.57
负债合计	4,929.52	6,038.07	6,074.18	6,080.87	5,951.29
少数股东权益	2,189.24	2,456.81	2,957.26	3,596.96	4,319.40
股本	744.76	1,042.67	1,042.67	1,042.67	1,042.67
资本公积	328.56	30.85	30.85	30.85	30.85
留存收益	5,474.25	6,422.39	7,411.18	8,675.08	10,102.47
归属母公司股东权益	6,547.57	7,495.92	8,484.71	9,748.61	11,176.00
负债和股东权益	13,666.32	15,990.80	17,516.15	19,426.44	21,446.69

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	911.84	1,594.80	2,147.68	2,690.85	2,994.98
净利润	1,452.31	1,689.27	1,913.00	2,445.27	2,761.57
折旧摊销	600.87	733.96	719.09	820.82	938.53
财务费用	110.29	3.00	78.10	60.72	39.10
投资损失	-106.57	-30.11	-30.11	-33.12	-36.44
营运资金变动	-1,131.64	-972.32	-613.25	-705.50	-810.70
其他经营现金流	-13.42	170.99	80.86	102.68	102.92
投资活动现金流	-777.88	-2,002.65	-1,099.94	-1,045.81	-802.82
资本支出	793.65	1,345.72	947.72	859.92	602.91
长期投资	-3.16	-501.68	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-1,568.36	-2,846.69	-2,047.67	-1,905.72	-1,405.73
筹资活动现金流	639.49	46.69	-915.01	-1,012.02	-1,211.38
短期借款	-357.76	-4.36	-40.83	0.00	0.00
长期借款	1,032.11	656.99	-372.32	-409.63	-560.54
其他筹资现金流	-34.86	-605.94	-501.86	-602.39	-650.83
现金净增加额	754.94	-342.97	132.73	633.02	980.78

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,022.66	11,733.39	13,379.71	15,143.82	16,738.45
营业成本	6,556.50	7,736.63	8,895.53	9,893.89	10,931.60
营业税金及附加	75.78	87.99	100.34	113.57	125.53
销售费用	343.75	404.80	443.13	481.50	526.88
管理费用	999.65	1,067.85	1,120.27	1,217.25	1,331.97
研发费用	495.30	601.52	651.63	708.04	774.77
财务费用	110.29	3.00	78.10	60.72	39.10
资产减值损失	-25.16	-27.38	-28.75	-30.19	-31.70
信用减值损失	-29.99	-7.35	-7.71	-8.10	-8.50
其他收益	132.41	119.38	120.00	126.00	132.30
公允价值变动收益	0.34	-87.52	-100.00	-100.00	-100.00
投资净收益	106.57	30.11	30.11	33.12	36.44
资产处置收益	0.03	0.56	0.84	1.26	1.88
营业利润	1,625.59	1,859.40	2,105.20	2,690.94	3,039.02
营业外收入	1.93	2.38	0.00	0.00	0.00
营业外支出	8.00	2.78	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,619.52	1,859.00	2,105.20	2,690.94	3,039.02
所得税	167.21	169.72	192.20	245.68	277.45
净利润	1,452.31	1,689.27	1,913.00	2,445.27	2,761.57
少数股东损益	389.76	441.92	500.45	639.69	722.44
归属母公司净利润	1,062.56	1,247.35	1,412.55	1,805.57	2,039.13
EBITDA	2,330.67	2,595.96	2,902.38	3,572.48	4,016.65
EPS (元)	1.02	1.20	1.35	1.73	1.96

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	28.18	17.07	14.03	13.18	10.53
营业利润(%)	24.55	14.38	13.22	27.82	12.94
归属于母公司净利润	27.69	17.39	13.24	27.82	12.94
获利能力					
毛利率(%)	34.58	34.06	33.51	34.67	34.69
净利率(%)	10.60	10.63	10.56	11.92	12.18
ROE(%)	16.23	16.64	16.65	18.52	18.25
ROIC(%)	19.02	18.42	17.90	20.40	21.01
偿债能力					
资产负债率(%)	36.07	37.76	34.68	31.30	27.75
净负债比率(%)	-0.14	9.95	3.88	-4.49	-13.81
流动比率	3.04	3.11	3.11	3.27	3.52
速动比率	2.03	2.06	2.04	2.19	2.39
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.73	0.76	0.78	0.78
应收账款周转率	3.93	4.17	4.26	4.26	4.26
应付账款周转率	5.14	5.74	5.80	5.86	5.92
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.20	1.35	1.73	1.96
每股经营现金流(最新)	0.87	1.53	2.06	2.58	2.87
每股净资产(最新摊薄)	5.95	6.86	7.81	9.02	10.39
估值比率					
P/E	32.00	27.26	24.07	18.83	16.67
P/B	5.48	4.75	4.18	3.61	3.14
EV/EBITDA	25.19	15.01	13.18	10.65	9.30

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

许琳

中信建投新能源汽车锂电与材料首席分析师，7年主机厂供应链管理+2年新能源车行业研究经验，主要覆盖新能源汽车、电池研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层
电话：（8610） 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南
塔 2106 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755） 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852） 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk