

长高电新（002452）深度研究报告

摆脱历史包袱，GIS与EPC共驱成长

- ❖ **深耕电气设备二十余年，内延外伸不断成长。**公司是国内隔离开关产品领军企业，2011年收购湖南天鹰引入GIS和断路器业务、2015年收购湖南雁能森源增强中压配电领域实力、2016年收购湖北省华网，进军电力工程设计与总包，通过多年内生外延，公司形成电力工程设计、新能源电力开发、输变电一二次设备、电力工程总包的完整产业链。2022年公司受外部环境影响，实现营收12.2亿，下滑19.6%，归母净利0.58亿元，下滑76.9%，业绩暂处低谷期。
- ❖ **十四五电网投资增长明确，特高压项目建设有望提速。**构建新型电力系统下，国网、南网“十四五”投资规划超3万亿，相比“十三五”增长9%，有望拉动电网相关一、二次设备需求；特高压方面，为满足新能源大基地能源输送与发挥特高压建设逆周期调节作用，国网十四五规划建设特高压工程“24交14直”，总投资3800亿元，22年受大环境影响导致实际开工进度不足，按照特高压项目建设周期推断，23年开始有望迎来特高压建设高峰期。
- ❖ **输配电业务：新产品丰富，竞争力提升、市场渠道拓宽。**公司目前订单饱满，下沉市场渠道与南网招标均有突破，生产设备先进、外协件自制率超80%，各类产品增长可期：**1.隔离开关：**隔离开关类产品是传统拳头产品，份额稳定靠前，一定程度受益特高压项目建设。**2.GIS：**已经成为公司营收规模最大产品，近年来竞争力持续提升，22年通过550kVGIS产品的全套型式试验，有望继续推动该产品收入增长。**3.其他配网设备：**公司研发布局了包括节能变压器、C4环保设备等绿色、智慧产品，产品线得到进一步丰富。
- ❖ **电力设计&工程：风险或基本释放完毕，新能源打造新增长极。**受外部环境影响，公司过去存在一定商誉和应收账款减值风险，目前风险或基本释放完毕。公司新能源项目开发转向与央企合作，降低了资金投入与成本，并探索储能相关业务。子公司湖北华网具有电力工程设计甲级资质，历史开发新能源项目经验丰富，卸掉历史包袱后有望发挥其优秀的设计及勘察能力，凭借新能源EPC业务带动公司一、二次设备出货并打造新的增长极。
- ❖ **投资建议：长高电新深耕电气设备二十余年，隔离开关份额稳定靠前，其他一、二次设备产品竞争力不断提升，市场渠道逐步拓宽，公司新能源相关项目减值风险或已基本释放，未来成长路径清晰。**我们预计公司23-25年营业收入18.5/22.6/27.0亿元，归母净利2.6/3.1/3.8亿元，对应EPS分别为0.41/0.50/0.61元。参考可比公司，我们给予23年业绩23x估值，对应目标价9.5元，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**电网招标或开工不及预期；公司新产品市场推广不及预期；原材料涨价削弱公司盈利。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	1,223	1,849	2,260	2,704
同比增速(%)	-19.6%	51.2%	22.2%	19.7%
归母净利润(百万)	58	257	311	380
同比增速(%)	-76.9%	343.1%	20.8%	22.4%
每股盈利(元)	0.09	0.41	0.50	0.61
市盈率(倍)	75	17	14	11
市净率(倍)	2.1	1.8	1.7	1.5

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年6月9日收盘价

强推（首次）

目标价：9.5元

当前价：6.72元

华创证券研究所

证券分析师：黄麟

邮箱：huanglin1@hcyjs.com

执业编号：S0360522080001

联系人：代昌祺

邮箱：daichangqi@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	62,033.21
已上市流通股(万股)	51,188.96
总市值(亿元)	41.69
流通市值(亿元)	34.40
资产负债率(%)	33.83
每股净资产(元)	3.42
12个月内最高/最低价	9.94/6.14

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

我们梳理了公司内生外延的发展历程，从新产品开发、产品竞争力、市场渠道、生产制造能力等多角度分析了公司的竞争力；对于公司新能源相关的商誉减值与信用资产减值的历史原因和现有资产状况我们做了详细的分析，认为公司相关减值风险或已基本释放完毕。

投资逻辑

行业层面：十四五电网投资增长明确，特高压项目建设有望提速。构建新型电力系统下，国网、南网“十四五”投资规划超3万亿，相比“十三五”增长9%，有望拉动电网相关一、二次设备需求；特高压方面，国网十四五规划建设特高压工程“24交14直”，总投资3800亿元，22年受大环境影响导致实际开工进度不足，按照特高压项目建设周期推断，23年开始有望迎来特高压建设高峰期。

新产品丰富、竞争力提升、渠道拓宽。产品线方面，公司新研发包括节能变压器、C4环保气体设备、智慧开关柜等产品；主打业务隔离开关市场份额稳定靠前，GIS通过550kv型式试验，产品竞争力持续提升；渠道方面，公司一方面进行渠道下沉，区域销售订单持续增长，另一方面在110kv组合电器首次进入南网并获得0.8亿订单，成套电器也取得投标资质。

减值风险或基本释放完毕，新能源EPC业务打造新增长极。公司历史业绩的大幅波动主要来自子公司湖北华网的商誉减值和新能源项目的信用资产减值，该类减值风险或已基本释放完毕。公司在新能源项目的开发经验丰富，子公司具备电力工程甲级资质，卸掉历史包袱后有望发挥其优秀的设计及勘察能力，凭借新能源EPC业务带动公司一、二次设备出货并打造新的增长极。

关键假设、估值与盈利预测

投资建议：长高电新深耕电气设备二十余年，隔离开关份额稳定靠前，其他一、二次设备产品竞争力不断提升，市场渠道逐步拓宽，公司新能源相关项目减值风险或已基本释放，未来成长路径清晰。我们预计公司23-25年营业收入18.5/22.6/27.0亿元，归母净利润2.6/3.1/3.8亿元，对应EPS分别为0.41/0.50/0.61元。参考可比公司，我们给予23年业绩23x估值，对应目标价9.5元，首次覆盖，给予“强推”评级。

目 录

一、深耕电气设备二十余年，内延外伸不断成长	5
（一）发展历程：内生外延，打造发变配电全产业链.....	5
（二）股权结构：大股东深度参与公司管理，子公司业务架构清晰.....	6
（三）盈利能力整体表现优秀，业绩受外部影响暂处低谷.....	7
二、输变电设备：新产品丰富，竞争力提升、市场渠道拓宽	10
（一）行业：电网投资增长稳定，特高压项目建设提速.....	10
1、需求拉动作用显著，电网投资整体稳步增长.....	10
2、十四五特高压规划明确，23年开工建设有望提速.....	11
（二）隔离开关：份额稳定靠前，受益特高压建设.....	12
（三）GIS：产品竞争力持续提升，公司未来主要增长点.....	12
（四）其他配网设备：丰富产品线，布局绿色、智慧电器.....	13
（五）产能、订单充足，制造、研发能力提升.....	14
三、电力设计&工程：风险或基本释放完毕，新能源打造新增长极	15
（一）新能源项目开发经验丰富，向轻资产运营转型、探索储能业务.....	15
（二）减值风险或已基本释放完毕.....	16
四、投资建议	18
（一）盈利预测.....	18
（二）估值与投资建议.....	18
五、风险提示	19

图表目录

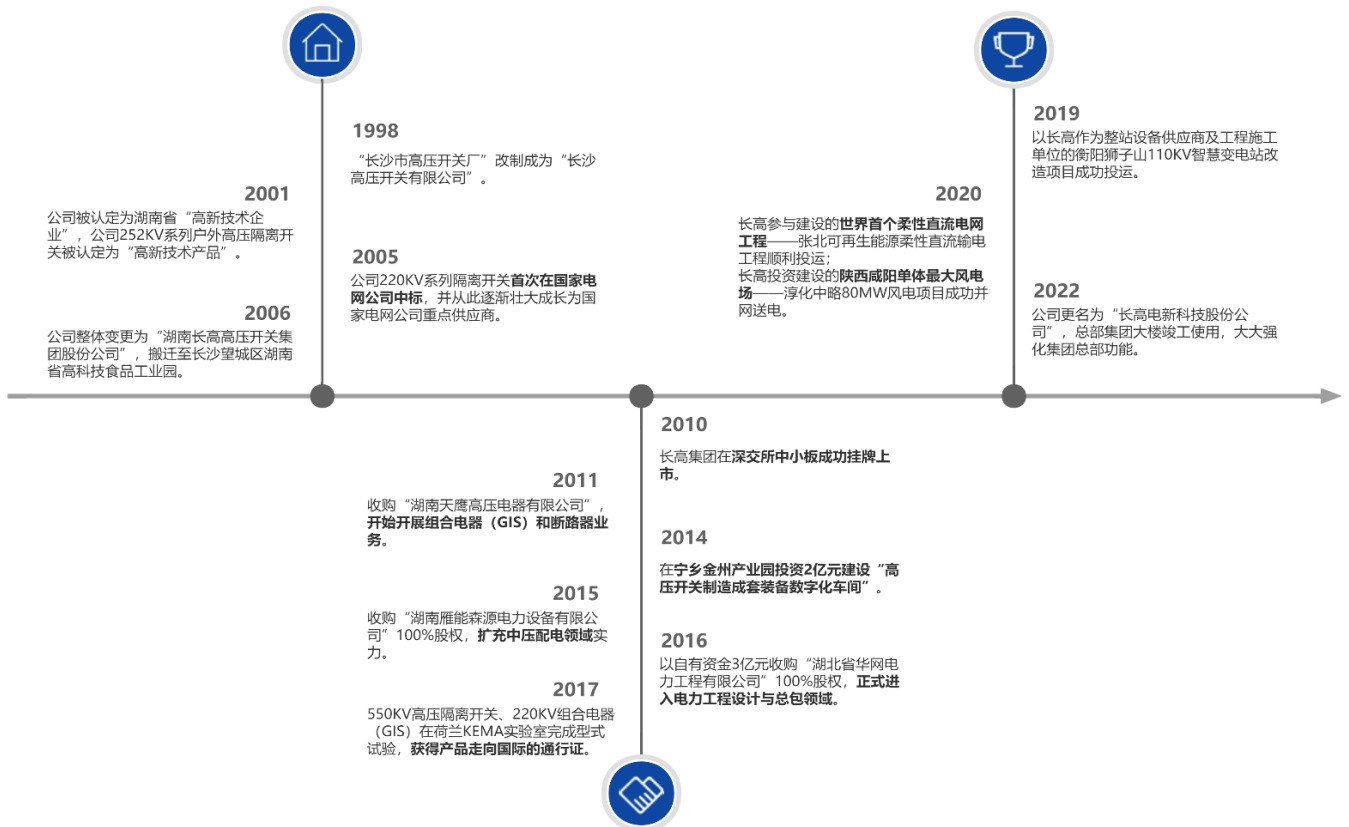
图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司主要产品	6
图表 3 公司主要大股东介绍	7
图表 4 公司股权结构及主要持股公司（截至 2023 年一季度）	7
图表 5 公司 2022 年营收构成（百万元）	8
图表 6 公司各业务毛利率情况	8
图表 7 公司营收与增速	8
图表 8 公司归母净利及增速	8
图表 9 可比公司毛利率情况	9
图表 10 可比公司扣非净利率情况	9
图表 11 可比公司近年来资产负债率	9
图表 12 长高电新财务费用与现金及等价物（百万元）	9
图表 13 中国全社会用电量趋势	10
图表 14 中国 GDP 及增速	10
图表 15 “十四五”期间两网投资规划	10
图表 16 电源工程投资完成情况	11
图表 17 电网工程投资完成情况	11
图表 18 国网特高压项目建成情况及规划	11
图表 19 隔离开关市场份额（以国网招标为例）	12
图表 20 公司隔离开关类业务经营情况（百万元）	12
图表 21 长高电气经营情况（百万元）	12
图表 22 长高电新 GIS 产品相关研发进展	13
图表 23 湖南长高森源近年经营情况（百万元）	13
图表 24 湖南长高成套电器近年经营情况（百万元）	13
图表 25 公司输变电设备中标公告统计（不含南网和其他小金额订单）	14
图表 26 长高电新历史新能源项目（部分项目）	15
图表 27 公司近年与发电公司签署的框架协议合同	15
图表 28 湖北华网电力工程公司历史业绩	16
图表 29 公司历史资产减值损失和商誉规模	16
图表 30 公司商誉结构（百万元）	16
图表 31 淳化 80MW 风电项目转让历程	17
图表 32 长高电新业绩拆分（百万元）	18
图表 33 可比公司估值表（截至 2023 年 6 月 9 日）	19

一、深耕电气设备二十余年，内延外伸不断成长

（一）发展历程：内生外延，打造发变配电全产业链

深耕电力设备领域，多年内生外延、打造完整产业链。公司前身为“长沙高压开关厂”，1998年成功改制成为“长沙高压开关有限公司”，经过多年发展，2010年长高集团成功在深交所中小板挂牌上市。2011年，公司收购湖南天鹰高压电器有限公司，更名为“湖南长高开关电气有限公司”，引入组合电器（GIS）和断路器业务。2015年，公司收购湖南雁能森源电力设备有限公司，扩充了公司在中压配电领域的实力。2016年，公司收购湖北省华网电力工程有限公司，进入电力工程设计与总包领域。2017年长高相关产品在荷兰 KEMA 实验室完成型式试验，获得走向国际市场的通行证。2019年以后，公司参与建设多项重点项目，包括张北柔性直流电网工程、淳化中略 80MW 风电项目，进一步提高公司在输变电领域的竞争力。经过多年的内生外延，公司目前拥有望城产业园、宁乡金洲产业园、衡阳白沙洲产业园三个生产基地，下属 18 家全资子公司，形成电力工程设计、新能源电力开发、输变电一二次设备、电力工程总包的完整产业链。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华创证券

公司产品布局发电、变电、配电全产业链，广泛覆盖各电压等级。公司经营的主要业务包括输变电一二次设备的研发、生产和销售，电力设计和工程服务以及新能源电力开发。业务板块包括输变电设备产品、电力设计与服务、电力工程与施工、新能源发电及其他板块。具体来看，公司主要有高压隔离开关（DS）、组合电器（GIS）、断路器（CB）、成套开关柜、环网柜、柱上断路器、配电自动化终端等电力设备一次及二次产品，以及电力设计和工程服务，新能源电力开发，是我国电力能源产业链的重要一环。

图表 2 公司主要产品

产品类型	具体产品	电压等级 (KV)	
高压隔离开关和接地开关	双柱立开式隔离开关、双柱水平/双柱水平 V 型旋转式隔离开关、单柱垂直伸缩式隔离开关、双柱水平伸缩式隔离开关、三柱水平旋转式隔离开关等	12-1100	
组合电器 (GIS)	复合式组合电器 (HGIS)、气体绝缘金属封闭开关设备 (GIS) 等	40.5\126、40.5-550	
断路器	高压交流真空断路器、高压交流六氟化硫断路器、高压交流六氟化硫断路器 (瓷柱式分相操作)、高压交流六氟化硫断路器 (瓷柱式三相操作)、高压交流六氟化硫断路器 (罐式) 等	12-550	
高低压成套电器设备	一二次深度融合柱上断路器、模块化预装式智能变电站、环保型气体绝缘金属封闭开关设备、环保型 C4 气体混合气体绝缘环网柜等	-	
电力控制系统类产品	智能变电站综合自动化系统、智能变电站辅助系统综合监控平台、变压器\线路保护装置、开关柜智能感知终端等	-	

资料来源：公司官网，华创证券

（二）股权结构：大股东深度参与公司管理，子公司业务架构清晰

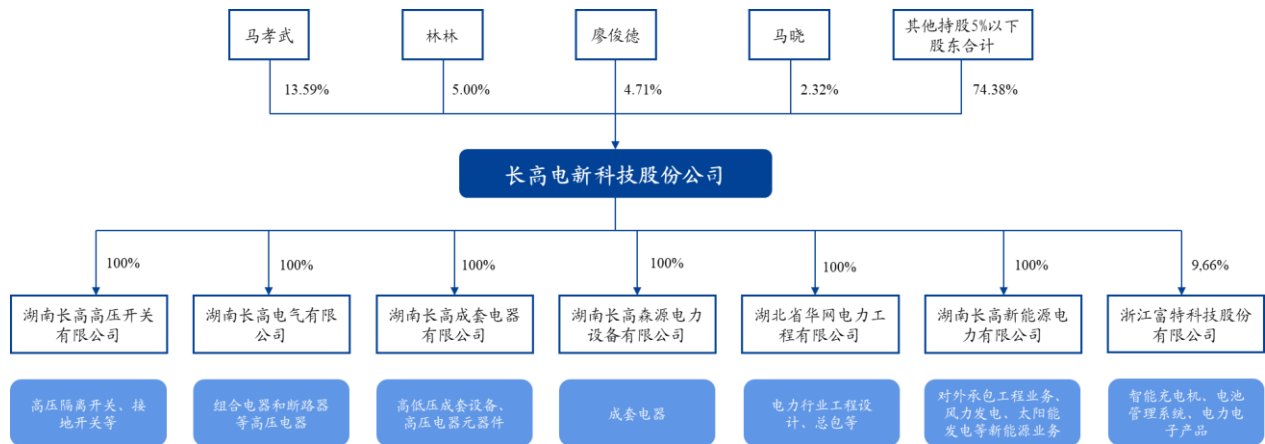
管理层持股比例高，公司治理结构稳定。截至 2023 年一季度，公司实际控制人兼董事长为马孝武，持股比例 13.59%；常务副总经理兼董事会秘书林林持股 5.00%；廖俊德持股 4.71%，曾任公司常务副总经理兼总工程师；总经理马晓持股 2.32%。

图表 3 公司主要大股东介绍

股东	持股比例	现任职位	个人情况
马孝武	13.59%	董事长	中国国籍，无境外永久居住权，1941年9月出生，本科学历，高级工程师，1965年参加工作。曾任长沙市电动风机厂技术科科长、湖南电动工具厂技术科科长、长沙市日用电器厂技术科科长、长沙市高压开关厂厂长、长沙高压开关有限公司董事长兼总经理。2006年至2012年5月，担任公司董事长兼总经理。2012年5月至今任公司董事长。
林林	5.00%	董事，董事会秘书，常务副总经理	中国国籍，无境外永久居住权，1967年7月出生、本科学历，注册会计师、高级会计师，1988年7月参加工作。曾任长沙高压开关有限公司董事、总经理助理、副总经理兼财务科科长、常务副总经理。2006年至2019年10月先后任公司董事、常务副总经理、财务负责人、董事会秘书。现任公司董事、常务副总经理、董事会秘书。
廖俊德	4.71%	无	中国国籍，无境外永久居住权，1966年12月出生，硕士学历，高级工程师，1987年7月参加工作。曾任长沙市高压开关厂技术员、设计科副科长、科长、长沙高压开关有限公司常务副总经理兼总工程师。2009年-2015年间曾任公司董事、常务副总经理兼总工程师。
马晓	2.32%	董事，总经理	中国国籍，无境外永久居住权，1980年2月出生，硕士学历，2003年参加工作，曾任职于长沙市电业局，2006年至2012年5月，担任公司董事、副总经理、董事会秘书。2012年5月至今任公司董事、总经理。

资料来源：公司公告，IFIND，华创证券

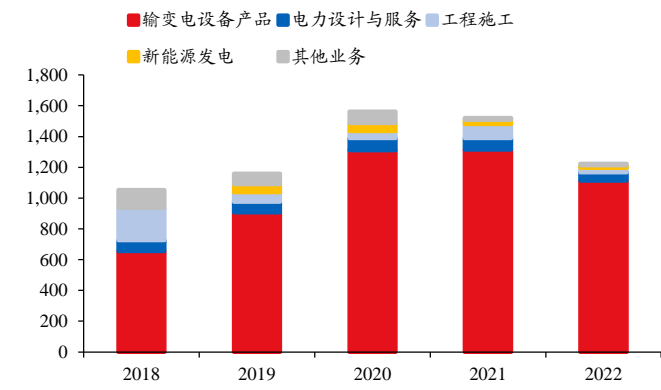
公司共有 18 家全资子公司，其中重要子公司有湖南长高高压开关有限公司、湖南长高电气有限公司、湖南长高成套电器有限公司、湖南长高森源电力设备有限公司、湖北省华网电力有限公司和湖南长高新能源电力有限公司 6 家，分别负责公司的高压开关业务、组合电器和断路器业务、高压成套设备和元器件业务、成套电器业务、电力工程设计以及新能源业务等。公司另持有联营企业浙江富特科技股份有限公司 9.66% 股权，该公司主要生产车载高压电源系统等产品，现已在创业板 IPO 上会通过。

图表 4 公司股权结构及主要持股公司（截至 2023 年一季度）


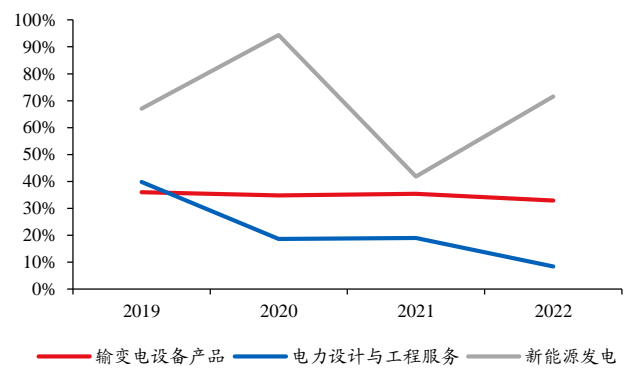
资料来源：公司公告，华创证券

（三）盈利能力整体表现优秀，业绩受外部影响暂处低谷

营收结构持续优化，主力产品毛利率稳定。从收入结构看，公司主要有输变电设备产品、电力设计与服务、工程施工及新能源发电等产品。输变电设备产品营收是公司营业收入主力，2022 年占比 91.03%，公司该项业务已趋于成熟，产品毛利稳定在 30% 以上；电力设计与工程服务业务（包括电力设计与服务和工程施工）毛利率有所下降，该项业务在营收中的占比逐渐减小。

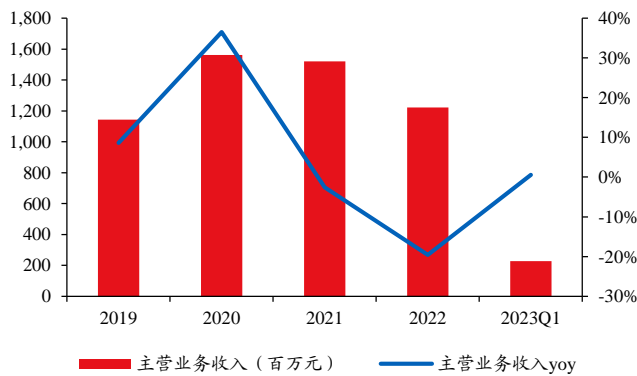
图表 5 公司 2022 年营收构成 (百万元)


资料来源: IFIND, 华创证券

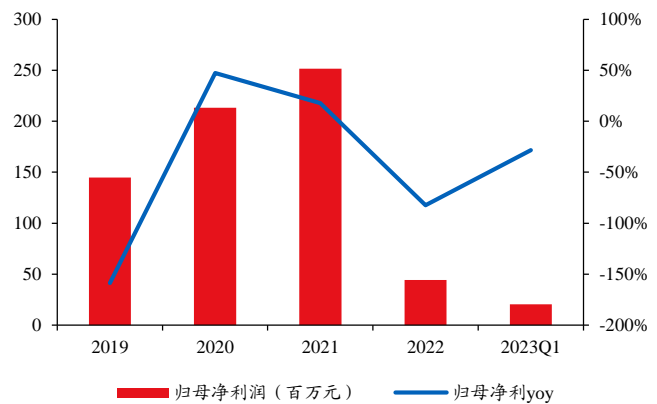
图表 6 公司各业务毛利率情况


资料来源: IFIND, 华创证券

22 年受外部环境影响, 业绩短期有所下滑。2022 年公司实现营业收入 12.2 亿元, 同比下滑 19.6%, 主要原因系客户工程建设进度放缓导致公司订单交货延期以及子公司湖北华网总部及部分分院因大环境影响经营受困。2022 年公司归母净利润陡降, 主要受两方面影响: 1) 公司 2021 年底转让所持有的浙江富特 1.80% 的股权, 获得投资收益 4480.41 万元, 该收益不可持续; 2) 公司 2022 年计提了因收购湖北省华网电力工程有限公司所形成的商誉减值准备, 同时还计提了部分未收回的淳化风电项目的应收款项, 形成较大额资产减值损失。

图表 7 公司营收与增速


资料来源: IFIND, 华创证券

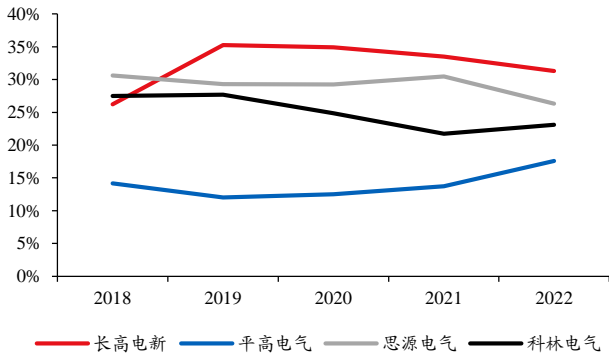
图表 8 公司归母净利润及增速


资料来源: IFIND, 华创证券

盈利能力表现优秀。公司近几年来毛利率高维持在 30% 以上的较高水平, 在 2022 年公司营收有一定幅度下降的情况下, 其毛利率仍稳定在 31.29%, 明显高于可比公司。扣非净利率方面, 公司 2019-2021 年扣非净利率分别为 8.2%、12.8%、12.4% 处于行业较高水平, 与思源电气基本相当, 2018 年、2022 年因为减值等因素导致净利率下滑较多。

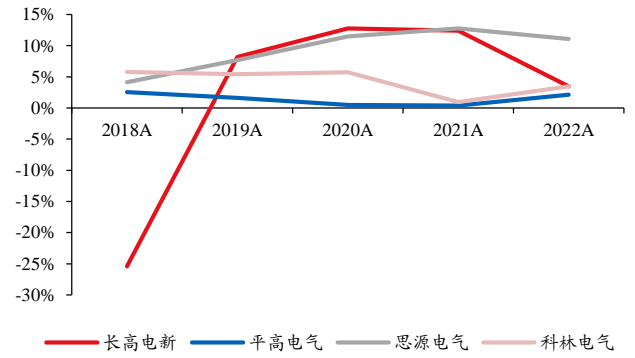
资产负债率逐步下降, 财务状况更加稳健。2022 年公司资产负债率 35.38%, 连续两年持续下降, 在行业内处于较低水平, 主要系公司 21 年完成增发实现了一定资金的补充和公司新能源项目经营模式的改变, 降低了自行开发新能源项目对资金的占用。截至 2022 年末, 公司账面现金及等价物 6.7 亿元, 财务状况稳健。

图表 9 可比公司毛利率情况



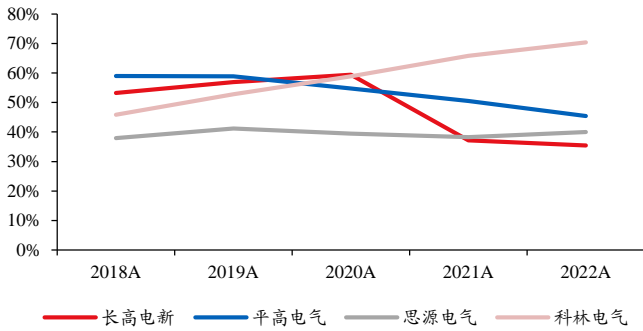
资料来源: IFIND, 华创证券

图表 10 可比公司扣非净利率情况



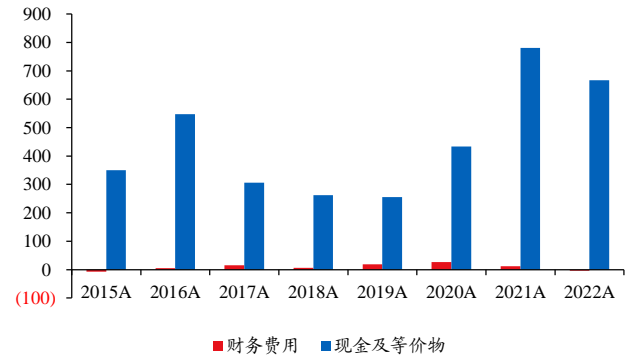
资料来源: IFIND, 华创证券

图表 11 可比公司近年来资产负债率



资料来源: IFIND, 华创证券

图表 12 长高电新财务费用与现金及等价物 (百万元)



资料来源: IFIND, 华创证券

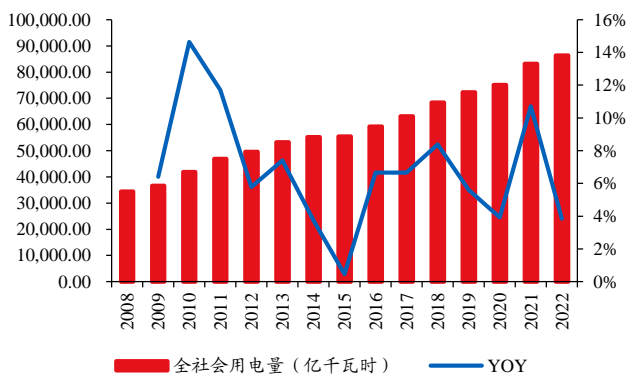
二、输变电设备:新产品丰富，竞争力提升、市场渠道拓宽

（一）行业：电网投资增长稳定，特高压项目建设提速

1、需求拉动作用显著，电网投资整体稳步增长

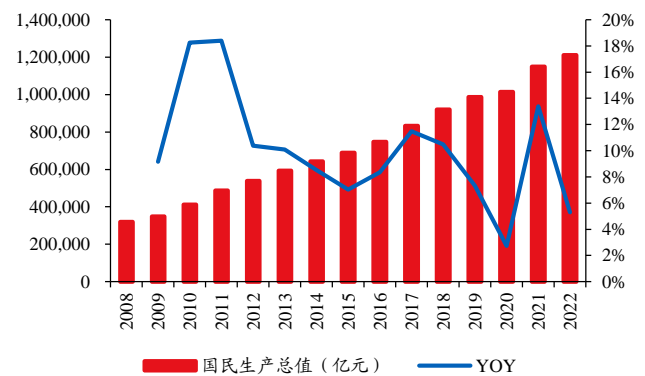
国民经济发展带动全社会用电需求增加，2022年电力供需呈紧平衡。社会用电需求与经济发展高度相关，2022年，我国全社会用电量超8.6万亿千瓦时，根据中电联数据，第一、二、三产业用电量同比分别增长10.4%\1.2%\4.4%，城乡居民生活用电量同比增长13.8%。除经济发展带动用电需求提高外，近年高温和强冷等极端天气频发也拉动当年居民生活用电量的快速增长，2022年全国共有21个省级电网用电负荷创新高，中东部地区电力保供形势严峻，2022年我国电力供需总体维持紧平衡。

图表 13 中国全社会用电量趋势



资料来源：IFIND，华创证券

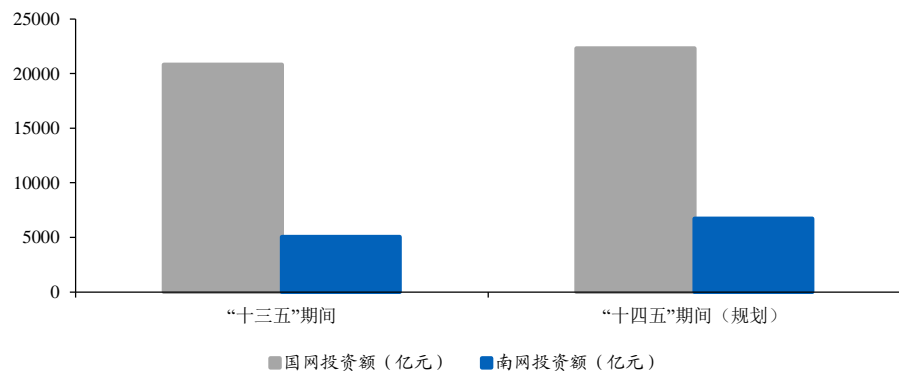
图表 14 中国 GDP 及增速



资料来源：IFIND，华创证券

“十四五”再度发力电网建设与转型升级。国家发改委和国家能源局印发的《“十四五”现代能源体系规划》中强调要完善能源储备体系，增强能源自主供给能力，提升输电效率，推动构建新型电力系统，提升电网智能化水平，提升电力负荷弹性。国家电网和南方电网对“十四五”期间电力电网投资相继出做规划，其中南方电网将规划投资约6700亿元，以“加快数字电网和现代化电网建设进程，推动以新能源为主体的新型电力系统构建”；国家电网计划投入2.4万亿元用于推进电网转型升级。“十四五”期间，两网总投资预计超过三万亿元，相比“十三五”增长9%。

图表 15 “十四五”期间两网投资规划



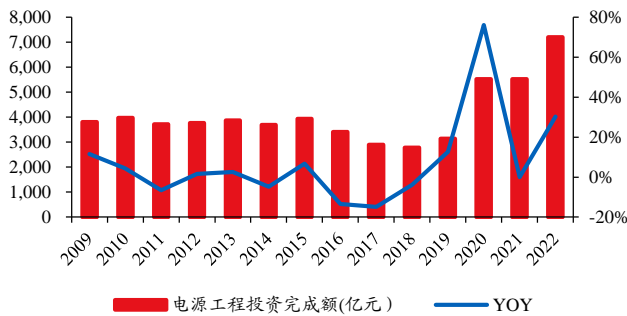
资料来源：国家电网2020年社会责任报告，南方电网2020年社会责任报告，华夏能源网，南方电网报，华创证券

2、十四五特高压规划明确，23年开工建设有望提速

特高压项目将发挥疫后复苏的投资拉动作用。近年受外部环境影响国民经济发展有所放缓，2022年，国家电网制定了稳住经济的八项举措，强调要“全力加大电网投入，发挥投资拉动作用”，同时指出要尽早开工川渝主网架、张北—胜利、武汉—南昌、黄石特高压交流、金—上—湖北、陇东—山东、宁夏—湖南、哈密—重庆特高压直流等8项特高压工程，并开工一批500千伏及以下重点电网项目。电网投资的重要逆周期拉动作用有望显现，重点项目的密集布局将为特高压输变电领域带来新增长驱动。

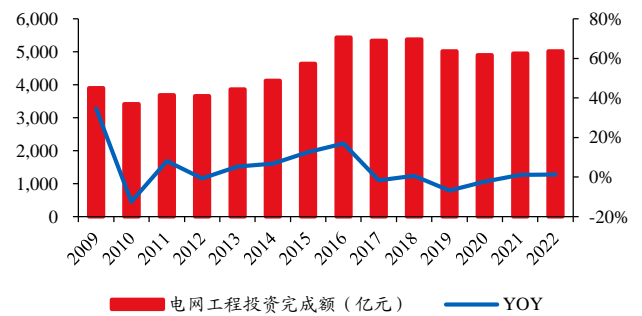
特高压项目是新能源发电消纳的刚需输送通道。2020年以来，受“双碳”目标推动，我国风电、光伏发电等清洁能源加速建设，电源工程投资显著增加，20年电源工程投资5,530亿元，同比增长76.2%；2022年，我国电源工程投资达7208亿元，同比增长30.34%。当前我国新能源电网消纳能力仍有待加强，在新能源装机量大幅增长的同时，局部地区出现弃风弃光率提升的现象，基于此，2022年习近平总书记指出要加大力度规划建设以大型风光电基地为基础、以其周边清洁高效先进节能的煤电为支撑、以稳定安全可靠的特高压输变电线路为载体的新能源供给消纳体系。

图表 16 电源工程投资完成情况



资料来源: IFIND, 华创证券

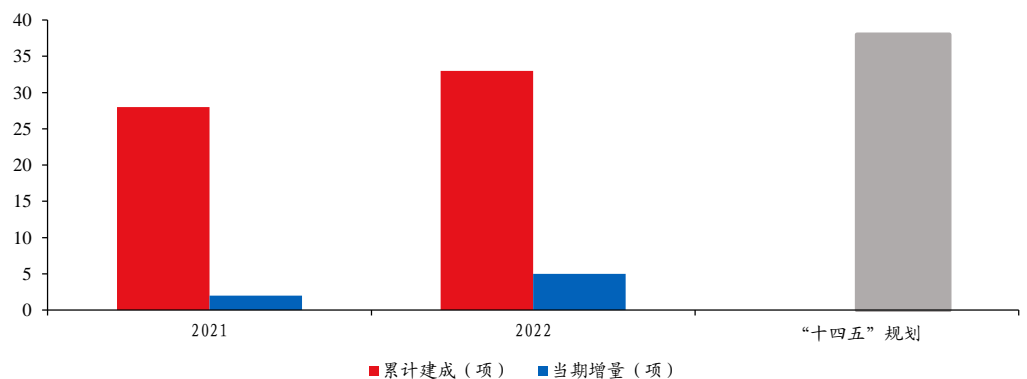
图表 17 电网工程投资完成情况



资料来源: IFIND, 华创证券

“十四五”前期开工有所滞后，2023年特高压建设有望提速。“十四五”期间，国家电网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3.4亿千伏安，总投资3800亿元。2022年国网计划开工“10交3直”，受大环境影响，实际开工不及预期。根据往年建设经验，特高压工程从开工到投运至少需要10个月，建设周期普遍在600-800天之间。据此推断，2023年有望迎来特高压工程招投标和建设高峰。

图表 18 国网特高压项目建成情况及规划



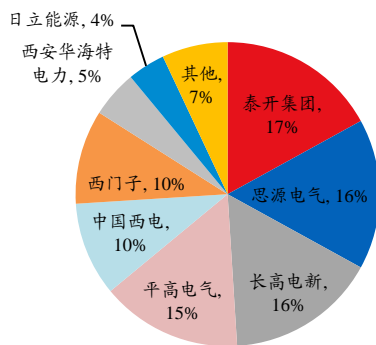
资料来源: 国家电网社会责任报告, 国际能源网, 国家能源局, 华创证券

（二）隔离开关：份额稳定靠前，受益特高压建设

覆盖全系列、全电压等级，市场份额稳居前列。公司具备高压开关研发及制造的领先水平，能生产全系列、全电压等级的隔离开关产品，已为国内大部分的“特高压”工程项目包括张北柔性直流工程、藏中联网工程等国家重点工程项目提供了产品和服务，被工信部评为“全国制造业单项冠军”。公司隔离开关类产品市场份额常年位居前列，在2022年1-4次国网招标中，公司份额占16%，位列第二。

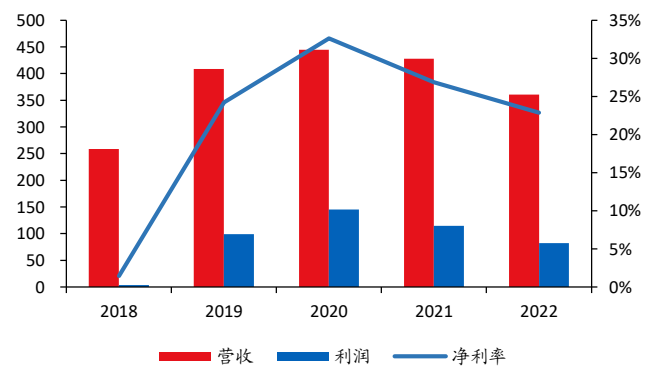
近年来业务稳定、盈利水平较高。公司隔离开关类产品业务近年来逐步稳定，收入规模基本稳定在4亿元左右，净利率水平较高，近几年净利率水平保持在20%以上。其中22年受到大环境影响交付。收入规模略有下降至3.61亿元。

图表 19 隔离开关市场份额（以国网招标为例）



资料来源：国家电网，转引自立鼎产业研究网，华创证券

图表 20 公司隔离开关类业务经营情况（百万元）

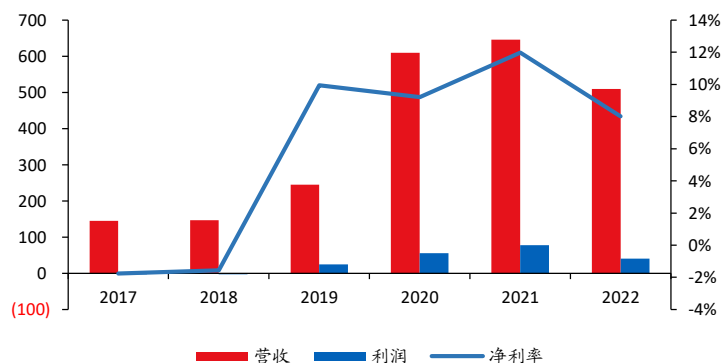


资料来源：IFIND，华创证券

（三）GIS：产品竞争力持续提升，公司未来主要增长点

GIS已成为公司主打产品之一。公司2011年收购湖南天鹰高压电器有限公司进军组合电器业务，2019、2020年GIS业务开始放量，分别实现营业收入2.45、6.09亿元，分别同比增长66.9%、148.4%，GIS产品已经成为公司隔离开关外又一主打产品。

图表 21 长高电气经营情况（百万元）



资料来源：IFIND，华创证券

产品竞争力持续增强。公司近年来GIS产品竞争力持续增强，2017年完成220kv组合电器型式试验，同年底完成挂网，2018年取得1.23亿元订单；2022年公司550kvGIS产品通过了西安高压电器研究院股份有限公司的型式试验，并取得了检验报告。

图表 22 长高电新 GIS 产品相关研发进展

年度	GIS 产品研发相关进展
2011 年	收购湖南天鹰高压开关电器有限公司，进军组合电器领域。
2015 年	220kV GIS 组合电器也在国际最权威的荷兰 KEMA 试验室顺利完成了大部分型式试验
2016 年	自主研发的 GIS 设备和断路器依据相关 IEC 国家标准等标准先后分别在荷兰 KEMA 试验站和西安高压电器研究院完成了全部的型式试验
2017 年	补充完备 GIS126kV 和 252kV 各类产品的试验和资质，自主研发的 252kV GIS 成功挂网运行
2022 年	组合电器（GIS）产品在报告期内已完成了 550kV GIS 产品的全套型式试验，并取得了型式试验报

资料来源：公司年报，华创证券

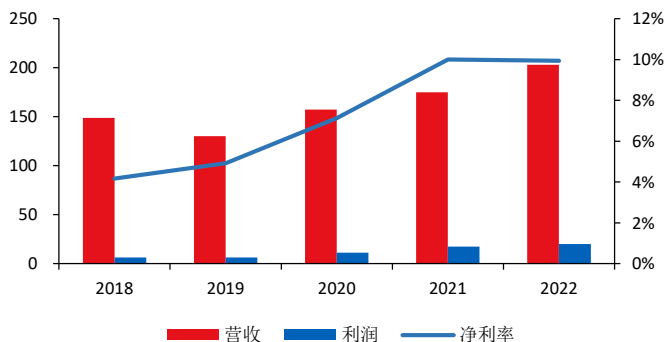
（四）其他配网设备：丰富产品线，布局绿色、智慧电器

配网产品线丰富，经营业绩稳中有升。公司配网侧产品还包括箱变、环网柜、成套电器、变压器以及其他配电自动化智能终端等产品，主要由湖南长高森源和湖南长高成套电器两个子公司经营，其中湖南长高森源 22 年实现营业收入 2.0 亿元，同比增长 16%，长高成套电器实现营业收入 1.4 亿元，同比下滑 7.6%，合计收入约 3.4 亿元，同比增长 5.2%，稳中有升。

电力装备向低碳、绿色、节能、智慧化发展。绿色、节能、智慧化是电力设备发展的趋势，2021 年 1 月三部门发布《变压器能效提升计划（2021-2023 年）》，加快高效节能变压器推广应用，提升能源资源利用效率，推动绿色低碳和高质量发展；22 年 3 月，发改委能源局印发《十四五现代能源体系规划》，强调提升电网智能水平；22 年 8 月，多部门发布《关于加快电力装备绿色低碳创新发展行动计划的通知》，推动绿色低碳装备检测认证，加速环保气体高压开关、天然、天然醋(植物)绝缘油变压器推广应用。

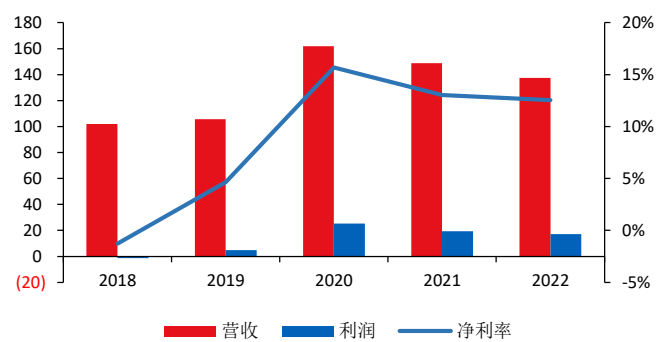
公司已经完成多项新产品研发布局。22 年长高森源研发的新产品非晶合金油浸式闭口立体卷铁心变压器（非晶合金变压器）通过了苏州电气科学研究院检测中心的检验试验，并取得了型式试验报告书，非晶合金变压器具备能耗低能耗、抗突发短路能力强及减少二氧化碳气体排放等优点；长高森源自主研发的 12kV 智慧化开关柜荣获湖南省单项冠军产品。长高成套与国网安徽省电力公司共同研发的全氟异汀腈环保气体（C4F7N）环网柜在安徽电网实现工程应用。全氟异汀腈是新型环保绝缘气体，绝缘性能是六氟化硫的两倍以上，全球变暖潜能值较低，长高成套在安徽省已经获得 2000 余万元 C4 环保气体环网柜的订单。

图表 23 湖南长高森源近年经营情况（百万元）



资料来源：IFIND，华创证券

图表 24 湖南长高成套电器近年经营情况（百万元）



资料来源：IFIND，华创证券

（五）产能、订单充足，制造、研发能力提升

订单饱满，市场渠道拓宽。公司在手订单饱满，2022 年公司在国网公开招标中累计中标订单金额 9.86 亿元；2023 年度截至 5 月，公司累计在国网公开招标中标订单 3.83 亿元。市场渠道方面，公司市场渠道下沉、对销售进行试点改革并获得了较好成绩，在湖南、江苏、安徽、河南等改革片区销售订单实现稳步增长，并在南方电网获得突破，公司 110kv 组合电器 22 年首次进入南方电网市场并实现订单 0.81 亿元，220KV GIS 设备 LCC 完成了南网验收，成套电器各类产品均已获得南方电网投标资质。

制造经验丰富，产能充足、生产与研发能力优越。公司具有二十年生产制造经验，已经建成望城经开区产业园、宁乡金洲产业园、衡阳白沙洲产业园等三大生产基地，拥有国内一流的洁净度十万级、百万级净化生产车间和高压开关模拟战，世界领先的生产设备 300 多台套。为确保产品零部件和整机质量，公司引进了德国德玛吉复合加工中心、韩国斗山卧式加工中心、意大利柏瑞通五轴加工中心等多种先进设备，收购了湖南长高弘瑞电气有限公司，筒体、机构、绝缘件、法兰等零部件、外协件自制率达到 80% 以上。

图表 25 公司输变电设备中标公告统计（不含南网和其他小金额订单）

中标公告日期	中标总金额（万元）	中标产品类型
2023 年 5 月 5 日	21008.37	组合电器、隔离开关、成套设备
2023 年 3 月 7 日	17361.29	组合电器、成套设备、隔离开关
2022 年 12 月 27 日	12362.29	组合电器、隔离开关、开关柜
2022 年 11 月 25 日	5885.01	10kV 环网柜、一二次融合成套环网箱、一二次融合成套柱上断路器
2022 年 11 月 4 日	13275.5	组合电器、隔离开关、开关柜
2022 年 8 月 31 日	12264.19	组合电器、隔离开关、开关柜
2022 年 7 月 12 日	15719.92	组合电器、隔离开关、开关柜
2022 年 5 月 24 日	21357.32	组合电器、隔离开关、开关柜
2022 年 3 月 23 日	17700.61	组合电器、隔离开关、开关柜

资料来源：公司公告，华创证券 注：订单统计跨度为 22 年至 23 年 5 月

三、电力设计&工程：风险或基本释放完毕，新能源打造新增长极

（一）新能源项目开发经验丰富，向轻资产运营转型、探索储能业务

新能源项目开发经验丰富。公司早在 2015 年投资设立湖南长高新能源电力有限公司，进入光伏、风电等新能源发电领域，探索了风力发电站、屋顶分布式光伏电站、地面分布式光伏电站等多种新能源发电模式，开发了淳化中略（80MWp）、邢台万阳（50MWp）、神木顺利（40MWp）等数十个风电、光伏发电项目，新能源发电项目开发、建设和运维经验丰富。

图表 26 长高电新历史新能源项目（部分项目）

序号	项目
1	国电投集团湖北 45MW 屋顶分布式光伏发电项目 EPC 总承包工程
2	国电投集团上海电力 48MW 设施农业光伏发电项目 EPC 总承包工程
3	河北邢台万阳 50MW 地面光伏电站项目
4	黄梅观代乳业 6.6MW 屋顶分布式光伏发电项目
5	陕西咸阳淳化中略 80MW 风电项目
6	陕西神木顺利 40MWp 光伏电站项目
7	湖北孝南三汉 40MWp 设施农业光伏发电项目
8	湖北随州炎帝农业科技 6.3MWp 屋顶分布式光伏电站项目
9	河北井陘 16MWp 光伏电站项目
10	四川安岳特丽达 3MWp 顶分布式光伏电站项目
11	顶晖 50MWp 屋顶分布式光伏电站项目
12	湖南中粮北纬别墅群户用屋顶分布式光伏电站项目
13	河北赵县户用屋顶分布式光伏电站项目
14	新疆英吉沙户用屋顶分布式光伏电站项目

资料来源：公司官网，华创证券

收购湖北华网工程，向轻资产运营转变、探索储能业务。公司 2016 年收购湖北华网电力工程有限公司，湖北华网电力具有电力行业设计甲级、送变电工程专业承包贰级、电力行业（新能源发电）专业乙级等齐全的电力设计和工程类资质，实现了从输变电设备的研发制造，到电力工程设计施工服务的业务闭环。

与央企合作，向轻资产运营模式转型，公司过去开发新能源项目以自主开发后出售股权的方式为主，存在资金投入大、成本高等弊端，目前公司已经向轻资产运营模式转变，与央企合作开发，由央企进行投资，公司承接总包业务。2021 年以来公司与广东省电力开发有限公司、国家电力投资集团、华润电力签署合作框架协议。此外，公司积极探索储能领域，大力发展“新能源电力+储能”业务，形成公司在输变电设备制造和新能源电力+储能双轮驱动的产业格局。

图表 27 公司近年与发电公司签署的框架协议合同

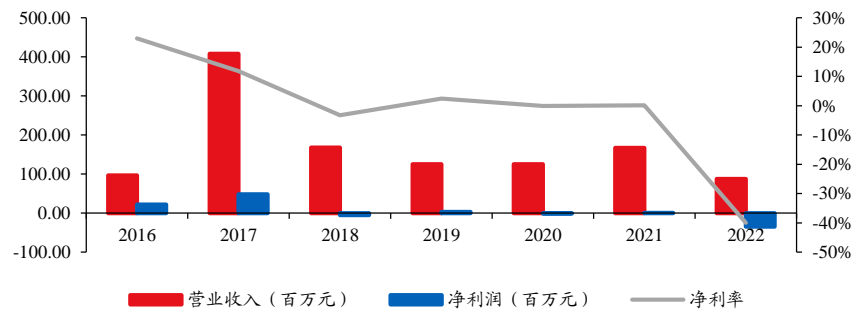
公告日期	合作对象（甲方）	合作内容
2022 年 1 月 25 日	广东省电力开发有限公司	甲方发挥其新能源产业项目的投资建设运营等优势，乙方发挥资源优势，在湖南、湖北省合作开发风电/光伏/储能发电项目。对于湖南、湖北省以外的新项目，双方继续保持沟通以寻求更大范围的合作。
2021 年 12 月 8 日	国家电力投资集团有限公司湖北分公司	甲乙双方将在湖南省范围内合作开发风电/光伏/储能等发电项目，甲乙双方共同合作推进湖南省衡阳市雁峰区整区屋顶分布式光伏项目，初步确定建设规模不低于 100MWp
2021 年 12 月 4 日	华润电力（涟源）有限公司	甲方发挥电力建设、运营领域相关资源优势，乙方发挥在湖南省合作开发风电/光伏/储能发电项目的资源优势

资料来源：公司公告，华创证券

（二）减值风险或已基本释放完毕

受外部环境影响，18年、22年湖北华网公司业绩波动较大。2018年受光伏“531”政策冲击，公司光伏EPC项目业务方面开始收缩，储备光伏EPC项目未执行，18年湖北华网实现营收1.67亿元，同比下滑59%。2022年受外部环境影响，湖北华网工程总包和设计业务开展困难，实现营业收入8,729.8万元，同比下滑47.7%，净利润亏损3,485.9万元。同年，公司商誉由2021年的1.11亿元下降到0.91亿元，减值0.19亿元，公司产生资产减值损失0.23亿元。

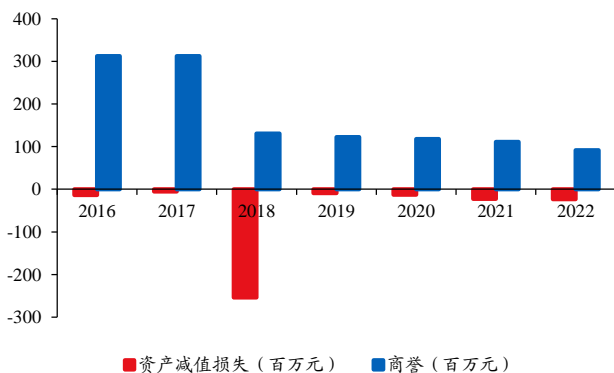
图表 28 湖北华网电力工程公司历史业绩



资料来源：IFIND，华创证券

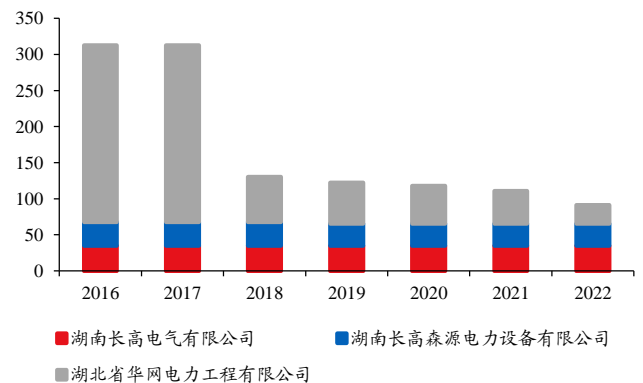
湖北华网公司商誉减值风险或基本释放。2016年公司以3亿元收购湖北省华网电力工程有限公司100%股权，16年实现并表形成2.45亿元商誉；同时，原股东对湖北华网的归母净利润进行了业绩承诺，2018年，湖北华网业绩未达成目标，计提1.8亿元商誉减值，同年，上市公司产生2.54亿元资产减值损失；2022年，湖北华网营收下滑，再计提0.19亿元商誉减值，公司同年产生0.23亿元资产减值损失。其他商誉基本无减值风险，公司商誉主要由长高电气、长高森源和湖北华网三家全资子公司商誉组成，其中长高电气和长高森源业绩稳定，基本不存在商誉减值风险，湖北华网商誉变动是公司商誉减值的主要原因。截至2022年底，湖北华网商誉期末净值仅余0.26亿元，加上2023年外部环境阻力基本消除，湖北华网业绩预期向好，上市公司整体商誉减值风险或基本释放完毕。

图表 29 公司历史资产减值损失和商誉规模



资料来源：公司公告，华创证券

图表 30 公司商誉结构 (百万元)



资料来源：公司公告，华创证券

淳化风电项目所致信用减值损失基本计提完毕。应收账款坏账准备所带来的信用减值损失是导致 2022 年公司净利润大幅下降的另一重要原因。2022 年，公司计提了约 0.51 亿元应收账款坏账减值，其中为因 2021 年转让陕西淳化 80MW 风电项目 70% 股权所产生的 0.81 亿元应收账款所计提的坏账准备约 0.33 亿元，计提原因系政策变化导致合同所约定的补贴电价具有不确定性，预期价款难以全额收回，后续再计提可能性较低。

图表 31 淳化 80MW 风电项目转让历程

时间	阶段	具体内容
2019 年 7 月	自主开发	拟投资建设淳化中略 80MW 风力发电场项目，由全资项目公司淳化中略风力发电有限公司投资，全资子公司长高新能源进行 EPC 总包。确定投资最终目的为在未来期间内将本项目进行整体出售。
2020 年 5 月	确定合作	子公司长高新能源与国电投金元威宁等签署合作协议，协议规定在达成相关条件后由金元威宁收购该项目 70% 的股权，长高持有其 30% 股权。合作协议标明，经审定本项目概算总投资为 69200 万元，单位投资为 8650 元/千瓦。
2020 年 9 月	首次并网	首台风机实现并网发电，共安装 25 台单机容量 3.2MW 的风力发电机组。
2020 年 12 月	全面并网	项目实现全容量并网发电。
2021 年 3 月	正式转让	将持有的淳化 80MW 风电项目 70% 股权转让给金元威宁，转让金额 6.8 亿元，并对项目增资 3780 万元。

资料来源：公司公告，华创证券

四、投资建议

（一）盈利预测

输配电业务：公司输配电业务主要包括隔离开关、GIS、成套设备等其他配网设备，我们预计未来隔离开关将一定程度受益特高压项目建设，整体稳定向上；GIS 是公司未来 3 年输配电业务增长的主要驱动力，其他配网设备也有望随新产品和渠道拓宽而增长，预计 23-25 年公司输配电业务营业收入分别为 16.7/20.2/24.2 亿元，毛利率分别为 35.0%/35.0%/35.0%。

电力设计与工程：我们认为公司子公司湖北华网的商誉减值和旧有淳化风电项目应收账款减值风险已经基本释放完毕。23-25 年湖北华网营业收入增长主要与公司光伏 EPC 项目落地情况相关，我们保守预计公司电力设计与工程类业务有望扭亏、实现一定增长，预计 23-25 年公司电力设计与工程类营业收入分别为 1.5/2.0/2.6 亿元，对应毛利率分别为 13.0%/13.0%/13.0%。

综上，我们预计在输配电业务与新能源 EPC 业务双轮驱动下，公司 23-25 年营业收入分别为 18.5/22.6/27.0 亿元，综合毛利率分别为 33.2%/33.0%/32.9%。

图表 32 长高电新业绩拆分（百万元）

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营收	1521	1223	1849	2260	2704
	yoy		-19.6%	51.2%	22.2%	19.7%
	营业成本	1012	840	1236	1514	1814
	毛利率	33.5%	31.3%	33.2%	33.0%	32.9%
输配电业务	营收	1315	1113	1667	2024	2416
	营业成本	850	747	1083	1315	1571
	毛利率	35.4%	32.9%	35%	35%	35%
电力设计与工程	营收	167	82	153	206	258
	营业成本	135	76	133	179	224
	毛利率	18.9%	8.4%	13.0%	13.0%	13.0%
其他	营收	39	27	30	30	30
	营业成本	27	18	20	20	20
	毛利率	30.6%	35.2%	35.0%	35.0%	35.0%

资料来源：公司公告，华创证券预测

（二）估值与投资建议

长高电新深耕电气设备二十余年，隔离开关份额稳定靠前，其他一、二次设备产品竞争力不断提升，市场渠道逐步拓宽，公司新能源相关项目减值风险或已基本释放，未来成长路径清晰。我们预计公司 23-25 年营业收入 18.5/22.6/27.0 亿元，归母净利润 2.6/3.2/3.9 亿元，对应 EPS 分别为 0.41/0.50/0.61 元。我们选取具备类似业务的可比公司平高电气、思源电气、科林电气作为可比公司，可比公司 23 年 PE 估值平均为 23.5x，我们给予公司 23 年业绩 23x 估值，对应目标价 9.5 元，首次覆盖，给予“强推”评级。

图表 33 可比公司估值表（截至 2023 年 6 月 9 日）

证券简称	证券代码	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
平高电气	600312.SH	154.6	11.4	0.2	0.4	0.6	0.7	72.9	30.5	20.1	15.7
思源电气	002028.SZ	360.0	46.7	1.6	2.1	2.6	3.2	29.5	22.3	17.7	14.4
科林电气	603050.SH	35.0	15.4	0.7	0.9	1.2	1.9	21.8	17.8	12.6	8.1
平均值				0.9	1.2	1.6	2.0	41.4	23.5	16.8	12.7
长高电新	002452.SZ	41.7	6.7	0.1	0.4	0.5	0.6	71.8	16.2	12.9	10.6

资料来源：IFIND，华创证券 注：除长高电新外，其他公司盈利预测来自 IFIND 一致性预测

五、风险提示

电网招标或开工不及预期：公司下游主要是国家电网和南方电网，若两网招标或开工进度不及预期将影响公司订单增量和收入确认。

新产品市场推广进度不及预期：公司有节能变压器、C4 环保气体等多种新产品储备，存在市场推广不及预期可能。

原材料涨价削弱盈利：电气设备主要原材料包括钢材、绝缘材料，若这些原材料大幅上涨将削弱公司盈利水平。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	705	698	660	666
应收票据	26	55	64	76
应收账款	952	1,206	1,468	1,809
预付账款	18	59	56	62
存货	421	554	644	781
合同资产	22	56	85	122
其他流动资产	186	308	328	371
流动资产合计	2,329	2,937	3,305	3,887
其他长期投资	66	66	66	66
长期股权投资	63	63	63	63
固定资产	356	373	339	311
在建工程	144	166	193	191
无形资产	112	119	129	126
其他非流动资产	185	186	188	189
非流动资产合计	926	974	979	946
资产合计	3,255	3,911	4,284	4,833
短期借款	44	33	13	3
应付票据	142	247	227	272
应付账款	487	618	681	816
预收款项	0	0	0	0
合同负债	42	64	78	94
其他应付款	35	35	35	35
一年内到期的非流动负债	3	3	3	3
其他流动负债	67	135	163	198
流动负债合计	820	1,135	1,201	1,421
长期借款	126	224	279	293
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	206	206	206	206
非流动负债合计	332	430	485	499
负债合计	1,152	1,565	1,686	1,920
归属母公司所有者权益	2,099	2,344	2,600	2,914
少数股东权益	4	2	-1	-1
所有者权益合计	2,103	2,346	2,599	2,912
负债和股东权益	3,255	3,911	4,284	4,833

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	227	9	39	84
现金收益	88	299	365	434
存货影响	-69	-133	-90	-137
经营性应收影响	7	-322	-266	-357
经营性应付影响	-27	237	44	180
其他影响	228	-71	-14	-36
投资活动现金流	-197	-102	-59	-17
资本支出	-129	-100	-59	-19
股权投资	-11	0	0	0
其他长期资产变化	-57	-2	0	2
融资活动现金流	-145	87	-18	-62
借款增加	-80	88	35	4
股利及利息支付	-50	-55	-71	-86
股东融资	4	4	4	4
其他影响	-19	50	14	16

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,223	1,849	2,260	2,704
营业成本	840	1,236	1,514	1,814
税金及附加	14	18	22	26
销售费用	73	102	120	138
管理费用	88	105	127	149
研发费用	88	92	104	119
财务费用	-4	-8	1	3
信用减值损失	-60	-4	-5	-6
资产减值损失	-23	-2	-2	-2
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资收益	-1	3	3	3
其他收益	32	4	0	0
营业利润	71	305	368	450
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	66	300	363	445
所得税	17	45	54	67
净利润	49	255	308	378
少数股东损益	-9	-3	-2	-2
归属母公司净利润	58	257	311	380
NOPLAT	46	248	309	380
EPS(摊薄) (元)	0.09	0.41	0.50	0.61

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-19.6%	51.2%	22.2%	19.7%
EBIT 增长率	-79.0%	371.6%	24.8%	23.1%
归母净利润增长率	-76.9%	343.1%	20.8%	22.4%
获利能力				
毛利率	31.3%	33.2%	33.0%	32.9%
净利率	4.0%	13.8%	13.6%	14.0%
ROE	2.8%	11.0%	12.0%	13.1%
ROIC	3.2%	12.3%	13.7%	15.0%
偿债能力				
资产负债率	35.4%	40.0%	39.3%	39.7%
债务权益比	18.0%	19.9%	19.3%	17.4%
流动比率	2.8	2.6	2.8	2.7
速动比率	2.3	2.1	2.2	2.2
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转天数	273	210	213	218
应付账款周转天数	202	161	154	149
存货周转天数	166	142	142	141
每股指标(元)				
每股收益	0.09	0.41	0.50	0.61
每股经营现金流	0.37	0.02	0.06	0.14
每股净资产	3.38	3.78	4.19	4.70
估值比率				
P/E	75	17	14	11
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	43	13	11	9

电力设备新能源小组团队介绍

中游制造组组长，电力设备新能源首席研究员：黄麟

吉林大学材料化学博士，深圳大学材料学博士后，曾任职于新时代证券/方正证券/德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

高级分析师：盛炜

墨尔本大学金融专业硕士，入行 5 年，其中买方经验 2 年。2022 年加入华创证券研究所。

高级研究员：苏千叶

中南大学硕士，研究方向锂电池，曾任上汽新能源动力电池工程师、德邦电新研究员，2022 年加入华创证券研究所。

高级研究员：何家金

上海大学硕士。2 年电新研究经验，曾任职于方正证券研究所、德邦证券研究所，2022 年加入华创证券研究所。

高级研究员：吴含

中山大学金融学学士，伦敦大学国王学院金融硕士。1 年产业，2 年电新研究经验，曾任职于西部证券研究所、明阳智能投关部、德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

研究员：梁旭

武汉大学物理学本科，港中文金融硕士，曾任职于德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：代昌祺

西北农林科技大学金融学硕士，曾任职于德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
	张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来6个月内超越基准指数20%以上；
推荐：预期未来6个月内超越基准指数10% - 20%；
中性：预期未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；
回避：预期未来6个月内相对基准指数跌幅在10% - 20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；
回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街26号恒奥中心C座3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路1061号中投国际商务中心A座19楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路33号花旗大厦12层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522