

走向纵深，“智”造TMT的新趋势

2021下半年智能制造行业投资策略

证券分析师：朱型樯 A0230519060004

研究支持：宁柯瑜 A0230520070005 李国盛 A0230120010001

联系人：李国盛 ligs@swsresearch.com

2021.06.22



放眼十四五 共话新征程
Eyeing the 14th Five-Year Plan Embarking on a New Journey

申万宏源 · 2021资本市场夏季高峰会
SWS · 2021 Summer Capital Market Conference

- **智能制造是制造业和科技的长期必然趋势，当前热点主要聚焦于：智能制造实际已形成较完备的产业链；实际在某些行业环节已出现标杆和案例，并对应到优质标的。**
- **①需求端发生根本变化，而非仅政策与技术驱动。**
- **②当前已形成较完备的产业链。**
 - 尤其边缘控制层，芯片级别的MCU、控制芯片等是大国重器，零部件级别的物联网无线模组已经出现有竞争力的企业（**硬件先行**）；
 - 系统级别也已经有部分针对离散工业、流程工业的控制系统厂商涌现（**落实案例**）；
 - 向上的网络/平台层机会则更多体现在头部的运营商/设备商和互联网厂商（**补短板**）。
- **③实际在某些行业环节已出现标杆和案例：例如钢铁/化工/能源等，并对应到优质标的。**

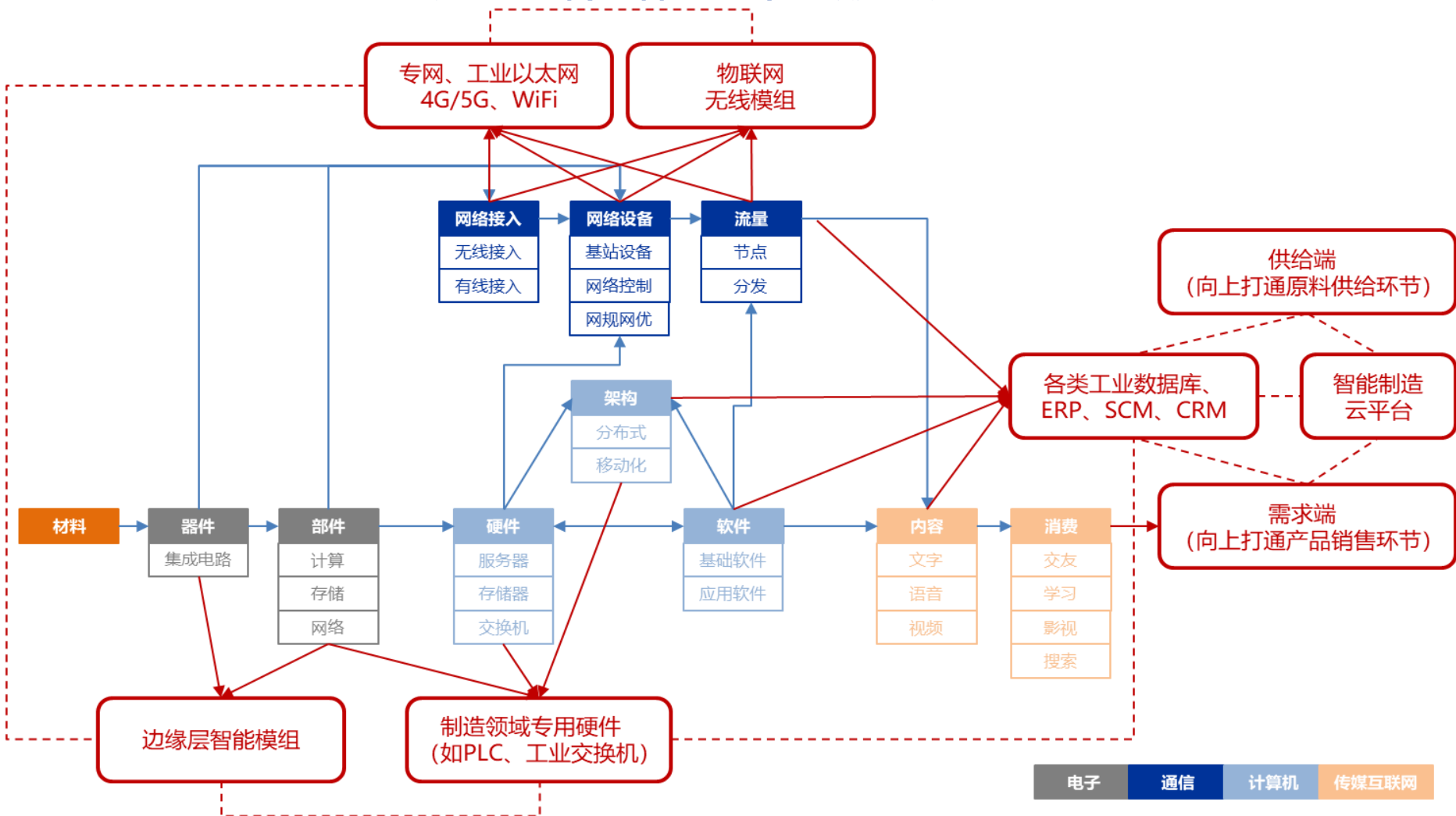
相关公司：中控技术、中望软件、柏楚电子、盈建科、能科股份、汉得信息、赛意信息、用友网络等
- **风险：产业进程不及预期，海外政策风险。**

主要内容

- 1、智能制造的新全景
- 2、驱动力：不仅是政策，需求端更清晰
- 3、走向纵深：产品力跃迁，场景深化的质变

1.1 TMT与智能制造的关联全景

TMT产业链各环节与智能制造不同层级相互连接的可能性

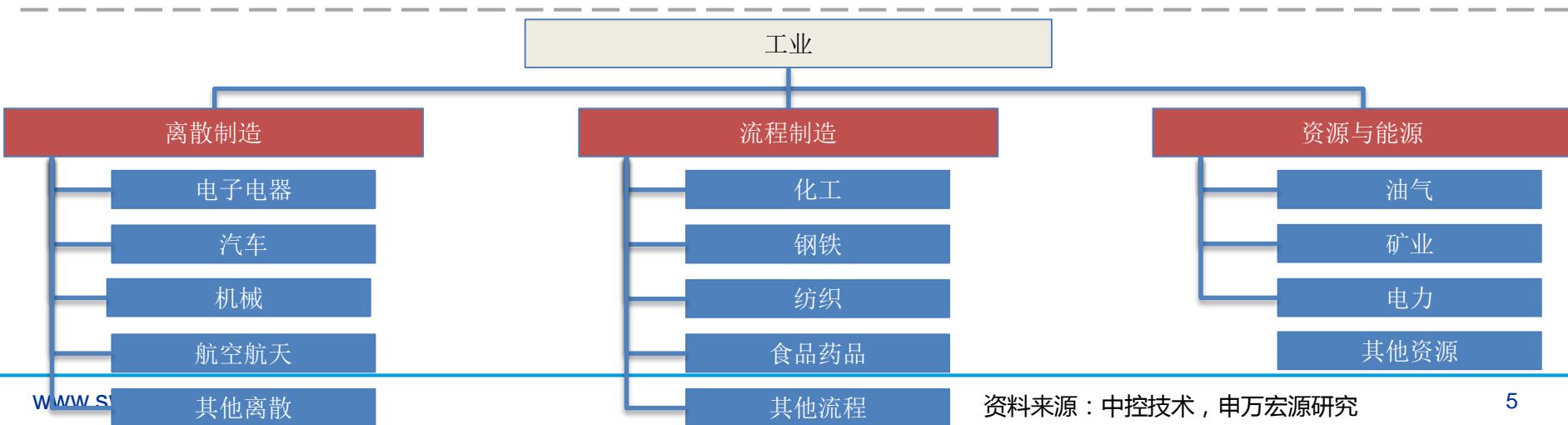
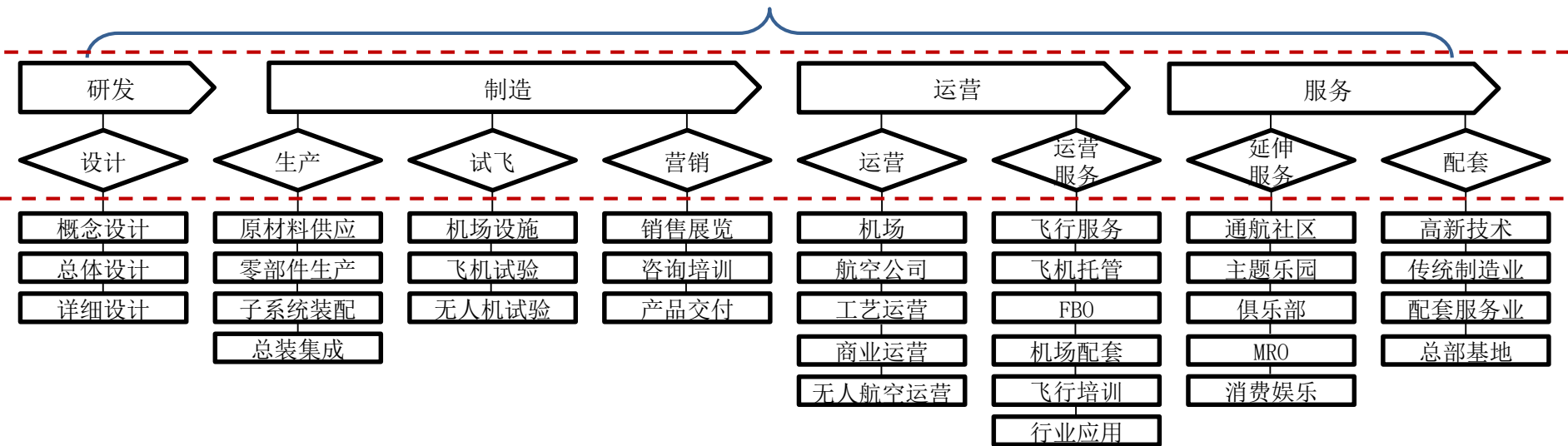


资料来源：申万宏源研究

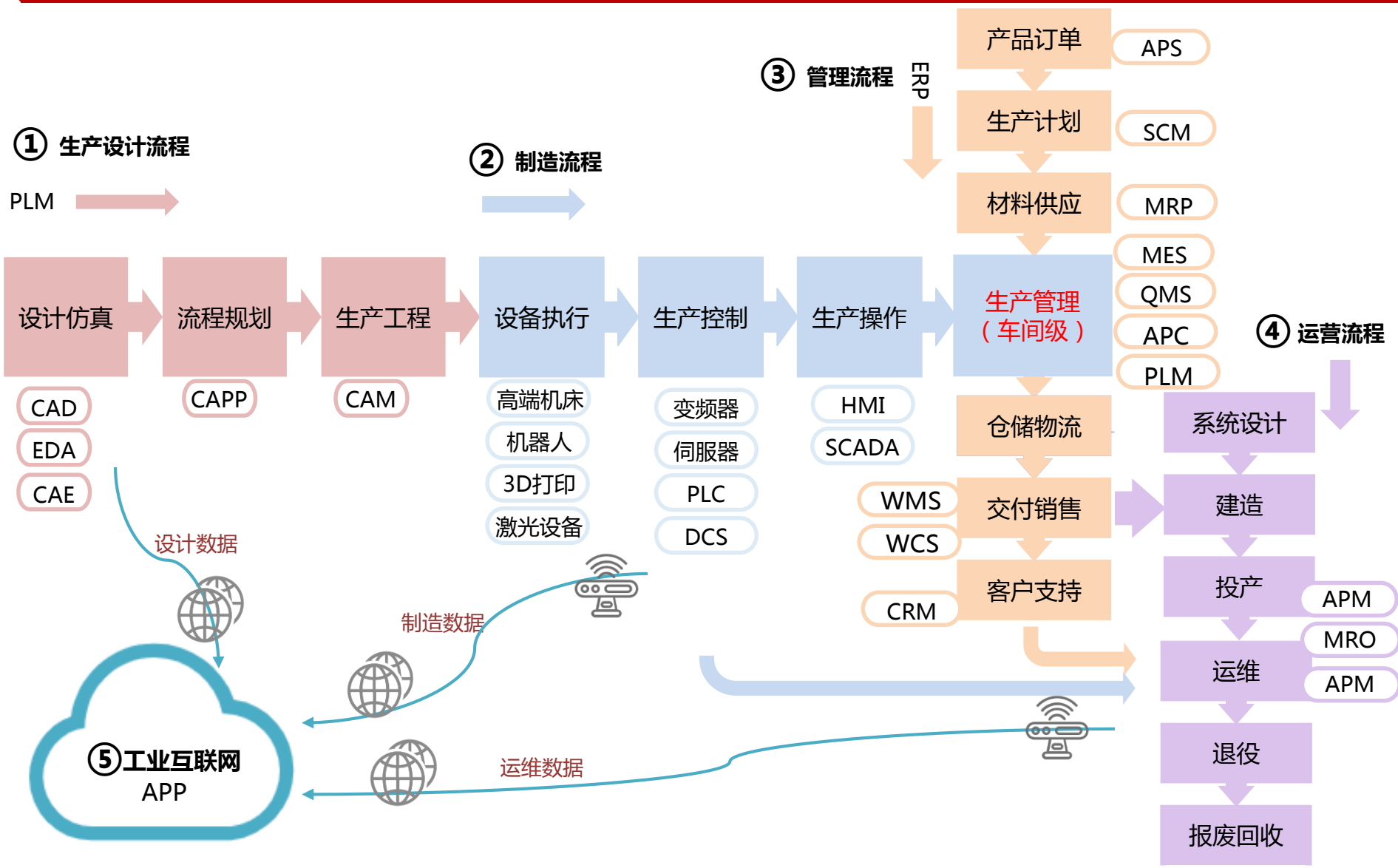
1.2 制造业与智能制造

- 制造业通常涉及设计、生产、管理、服务等环节，智能制造是以信息化的手段赋能各个环节。建筑业与工业，离散与流程，差异非常大，难以跨越。

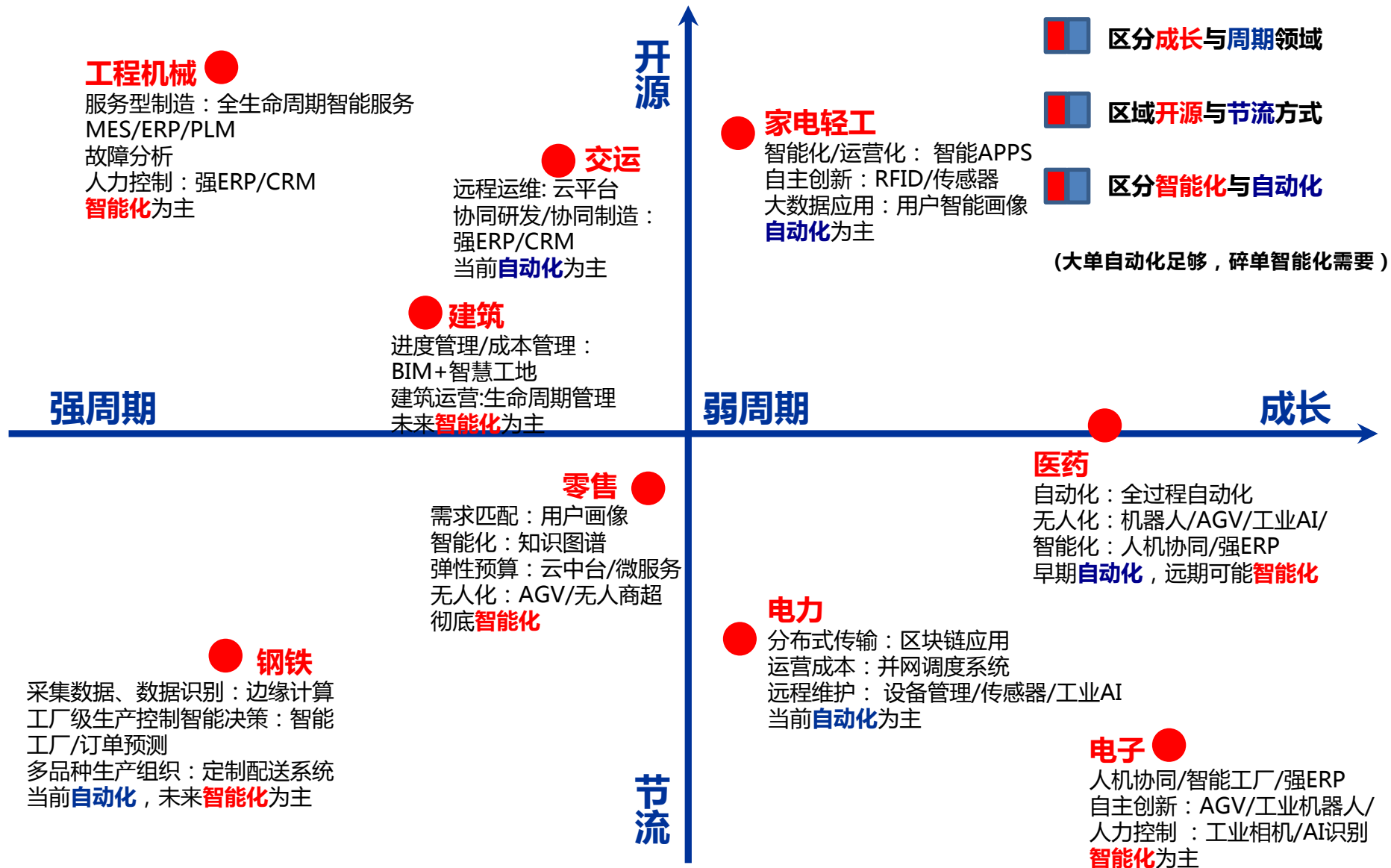
通用航空产业链（为例）



1.3 智能制造全景——总览（拆分五大环节）



1.4 各行业智能制造要点不同



1.5 传统行业增加技术元素

TMT向智能制造各领域渗透、复制的对比

	机械	钢铁、化工	电子	家电	汽车	零售、安防	建筑
云		ET工业大脑 (阿里巴巴)				ET工业大脑 (阿里巴巴)	BIM/智慧工地 (广联达)	
		FusionPlant (华为)				AI Cloud 开放平台 (海康威视)		
		精智平台 (用友)						
管		中国联通 (CUIT等, 5G+)						
		中国移动 (OneNET等, 5G+)						
		中国电信						
端	树根互联 (三一重工)	ProMACE平台 (石化盈科)	INDICS平台 (航天云网)			范式零售云 (永辉)		
	Xrea平台 (徐工)	Baosight工业互联网	BEACON平台 (富士康)	COSMOPlat (海尔)	整车企业普遍实现 核心工艺自动化			
			网络协同生产 (京东方 等)	MeiCloud平台 (美的)				
	海外工业流程平台: GE-Predix、西门子-MindSphere、施耐德-EcoStruxure、ABB-ABB Ability等							
	海外AGV等工业机器人: 库卡、ABB、发那科等							

资料来源：申万宏源研究

1.6 TMT的knowhow渗透：完备，但复制难度不同

- **制造业各细分均出现较成熟的智能平台，但行业knowhow影响了TMT平台向不同细分渗透、复制的难度。具体因素包括：**
 - （1）智能化后边际改善的高低：原本的自动化程度等。（2）流程的复杂性：行业的技术壁垒。（3）行业本身：格局、产业链特点。
- **例：TMT智能平台在钢铁、化工领域渗透较多，但家电、汽车鲜有成熟平台。**

行业knowhow影响了TMT平台向不同细分渗透、复制的难度

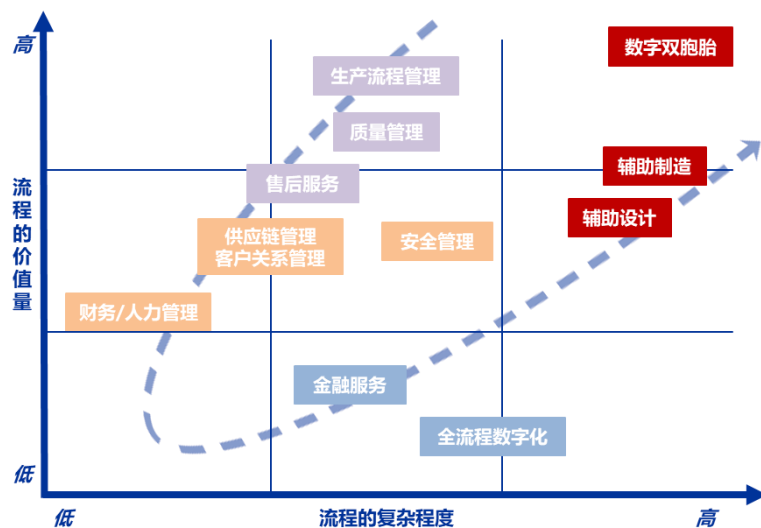
行业举例	钢铁、化工等	电子、机械等	家电、汽车等
TMT平台复制难度	较容易	一般难	较难
难度体现	较多TMT平台横跨多行业；传统企业也可向外拓展复制	大型知名平台一般是传统企业自研	少数是传统企业自研，甚至空缺
智能化后边际改善	高（过去自动化程度较低，智能制造的替代空间大，因而价值量高）	本身有一定人机协同基础，但同样属于劳动力密集，有改善空间	整车厂基本均已实现各环节自动化
流程的复杂性	流程相对固定，标准化程度高	电子技术更新快，工艺迭代周期较短，需要柔性流程（例如OLED代际、芯片制程、封装工艺等升级）	制造经验积累重要（如汽车变速箱、发动机制造）
a.行业本身：格局	供给侧改革后产能趋于集中，容易集中力量办大事	细分子行业较多	新势力众多，竞争较激烈
b.行业本身：产业链	上下游相对集中，产业链模式较简单	子行业较多，下游较分散	汽车上游零部件众多，是当前量产的最复杂的工业系统。汽车、家电下游直面消费者，需求端较复杂

资料来源：申万宏源研究

1.7 TMT的knowhow渗透：价值量“先中-再低-后高”

- “开源节流”是企业智能制造的最原始诉求，制造业的智能渗透一般从生产环节入手。从流程价值量以及复杂程度角度，一般有以下顺序：
 - 从价值量最高、复杂程度中等（有一定knowhow）的生产环节开始；
 - 然后到价值量适中、复杂程度低的财务、HRM、CRM环节；
 - 最终到价值量、复杂程度均高的制造与工艺管理环节。
- 因此TMT公司投入智能制造平台，新增价值量“先中-再低-最后高”。（三一、卡特彼勒等案例均可证明）

流程价值量与复杂程度角度决定了制造业环节的智能渗透顺序



资料来源：工业互联网平台白皮书，申万宏源研究

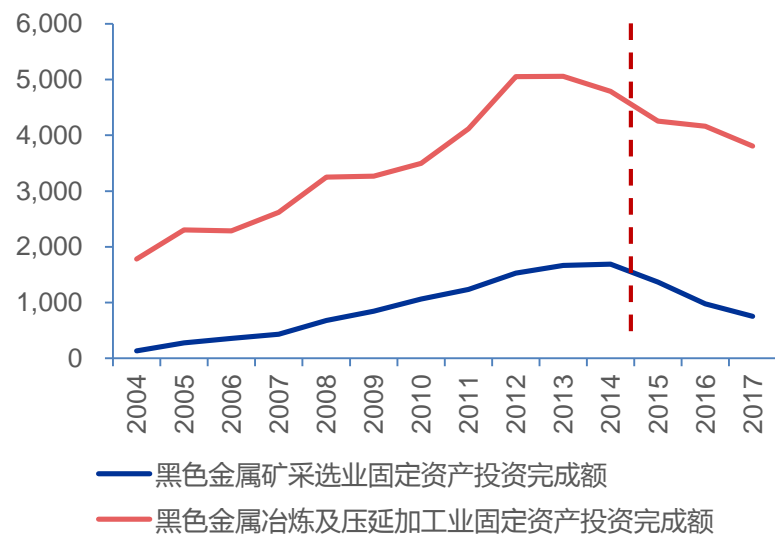
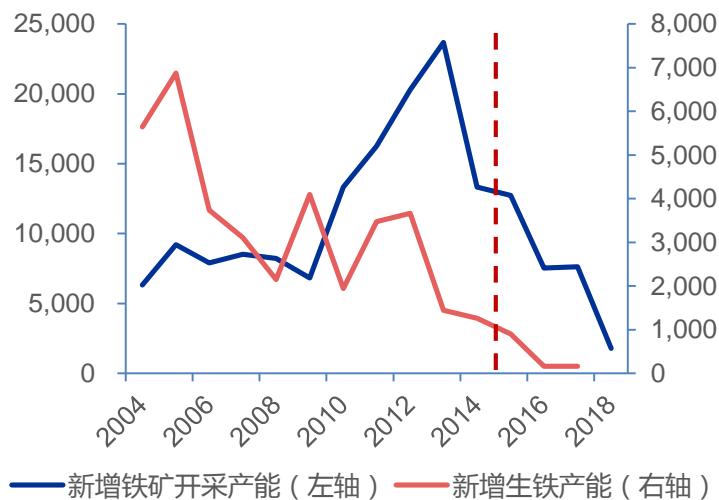
主要内容

- 1、智能制造的新全景
- 2、驱动力：不仅是政策，需求端更清晰
- 3、走向纵深：产品力跃迁，场景深化的质变

2.1 钢铁行业为例：信息化/自动化是“必选IT投资”

- 预期差在于：市场较多担心传统行业信息化/自动化的需求波动与规模空间；
- 我们认为未来行业的信息化/自动化需求规模对行业景气周期的敏感度实际不高，当前行业信息化/自动化需求的规模与确定性明显提升。
- 以钢铁行业为例：2014-2015年前后，钢铁行业的投资开始发生较大变化。具体可以体现在宏观行业与微观企业两方面。
- （一）行业层面上：固定资产投资下降，新增原矿、生铁产线的产能减少。
- 2014年以前，我国钢铁行业产能持续扩张；供给侧改革后新增产能锐减。

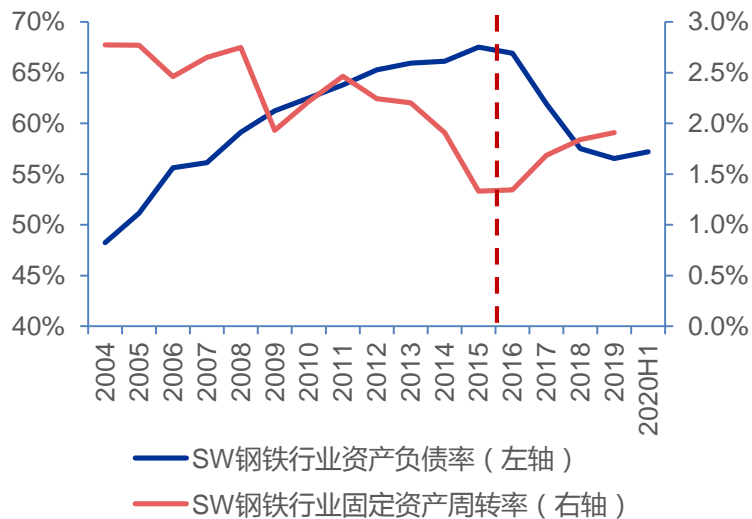
14-15年后钢铁行业新增产能锐减（单位：万吨/年） 14-15年后钢铁行业固定资产投资下降（单位：亿元）



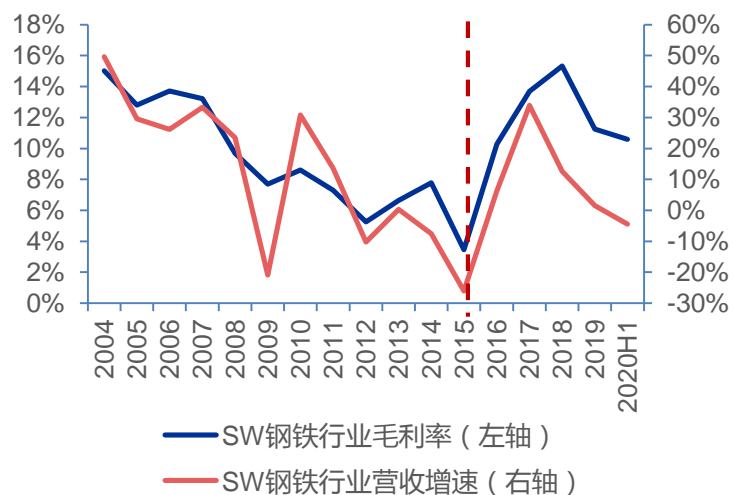
2.1 钢铁行业为例：信息化/自动化是“必选IT投资”

- **（二）企业层面上：利润提升的途径主要是“开源”和“节流”，供给侧改革前后钢企投资的方向发生本质变化。**
- **供给侧改革以前，钢企利润的再投资方向主要是新增生产线。产能通过加杠杆的方式扩张，并没有起到“开源”的效果。**

**14-15年前钢铁行业资产负债率攀升，伴随
资产周转效率下降**



**14-15年前产能的持续扩张并未带动营收
增速与毛利率的改善**



2.1 钢铁行业为例：信息化/自动化是“必选IT投资”

■ 供给侧改革后，“节流”是利润提升的最佳途径。

- 2017年后供给侧改革、去产能持续推进以及环保政策执行带来钢铁行业景气度大幅提升，钢铁行业上市公司业绩大幅改善，全行业经营现金流创历史新高。行业景气度增加提质增效发展需求促使钢铁企业信息化进行投资。

■ 信息化、自动化带来的成本费用改善空间更大，体现在提升周转效率、精细化管理、和降低人工成本三方面。

- 1) 供产销一体化管理有效提升经营效率。
- 2) 精细化管理直接提升利润率。
- 3) 无人化替代节省薪酬开支等。

2.2 钢铁行业为例：碳中和加速自动化需求兑现

- 类似供给侧改革的影响，“碳中和”和碳减排指引对钢铁等传统行业的影响极为深远。
- “碳中和”将提升企业对于信息化、自动化的新增与改造需求，加速信息化/自动化渗透与需求兑现，主要体现在能源与原材料、工艺流程、产业链等方面。

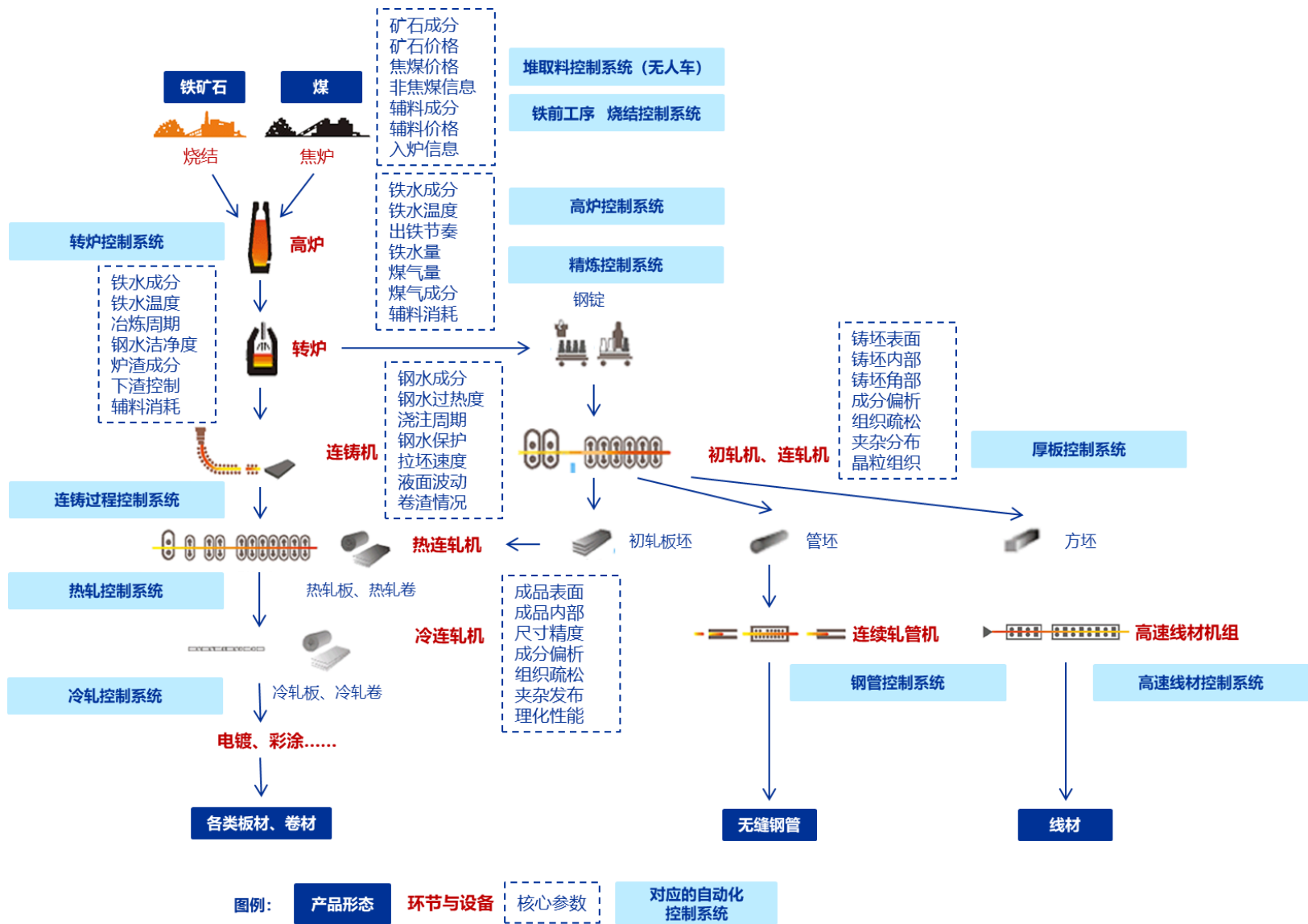
“碳中和”背景下，钢铁行业信息化、自动化的需求将加速

	碳减排途径	对信息化、自动化的需求	效果
能源、原材料	提高清洁能源利用率	能源精细化管理（ECO）	从简单粗放的定性管理转为科学细致的定量管理； 动态调节空燃比参数，确保燃烧过程处于最优状态； 通过调节各机组工艺参数，优化节能生产模型等
	提高能源利用率		
工艺流程	增加电炉短流程比例	新增电炉信息化自动化系统的需求	优化电炉炼钢的工艺控制和流程管理
	工艺改善	智慧炼焦、智慧烧结、智慧高炉（氢冶金、余热、废料回收等）	均衡组织生产，科学排程； 焦炉、高炉联动降低焦比和能源消耗； 参与新的冶金技术应用
产业链	产品结构改善	优化废钢配比模型、加速铁水周转、按品类管控等；提升自动化渗透率	铁钢比、烧结矿产量降低，生产效率提升
	产业链协同	一基五元框架下的信息化协同； 自动化横向渗透	跨领域协同，降低碳排放；碳交易等

资料来源：申万宏源研究

- 以废钢管理和短流程炼钢为例，配套自动化控制需求增量巨大。

2.2 钢铁行业为例：碳中和加速自动化需求兑现



2.3 此外，安全生产/标杆效应/科技企业的自身需求

■ 1) 工业安全是安全领域被相对忽视的需求。

- 工业生产的安全往往是“人命关天”的大事，而不仅仅是财产安全或信息数据的安全。国内的大型工业企业基本为大型国企，用自动化生产替代一线、简单重复的劳动力将有效降低很多外部性成本。
- 国产替代。

■ 2) 标杆效应带来的扩散需求。

- 成本价格相对透明、竞争非常激烈、物理设备生产效率的提升空间已经被压榨无几的传统行业，一旦头部一些企业通过智能制造在生产经营上取得了超额收益，很多灵活性更高的资源就会涌入，并试图迅速达到相对的均衡。
- 尤其是钢铁、化工等流程工业，标准化和定制化同在，因此收入空间和利润空间都会比较大。

■ 3) 科技企业的需求。

- **工业互联网和智能制造其实已经不是政策端和供给端推动的、但需求端却是伪命题的环节了，而已经实实在在成为需求驱动力非常明确的重要趋势了。**

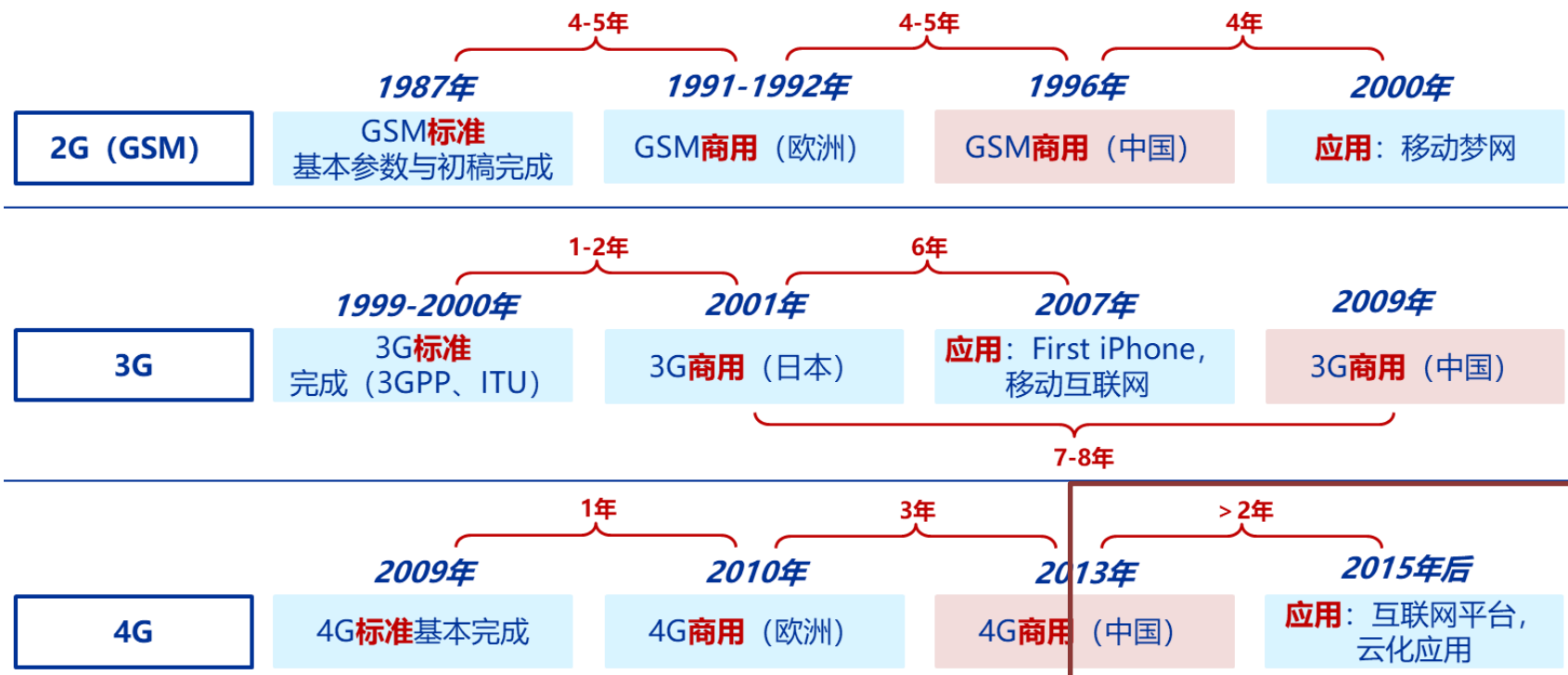
主要内容

- 1、智能制造的新全景
- 2、驱动力：不仅是政策，需求端更清晰
- 3、走向纵深：产品力跃迁，场景深化的质变

3.1 历史上通信技术的更迭都催生了新应用

- 2G到4G的发展历史呈现了两个规律：1) 新一代通信技术商用国内迟于国际至少**3年**；2) 从新一代通信技术的正式商用，到新应用落地与红利释放至少要**2年以上**。
- 大规模商用形成的庞大用户群，是行业新应用孵化、普及和新生态形成的基础。
- 例如：历史上2G到3G时代近10年时间培育了大量移动互联网软硬件应用；4G时代后互联网平台和云化成为新趋势。

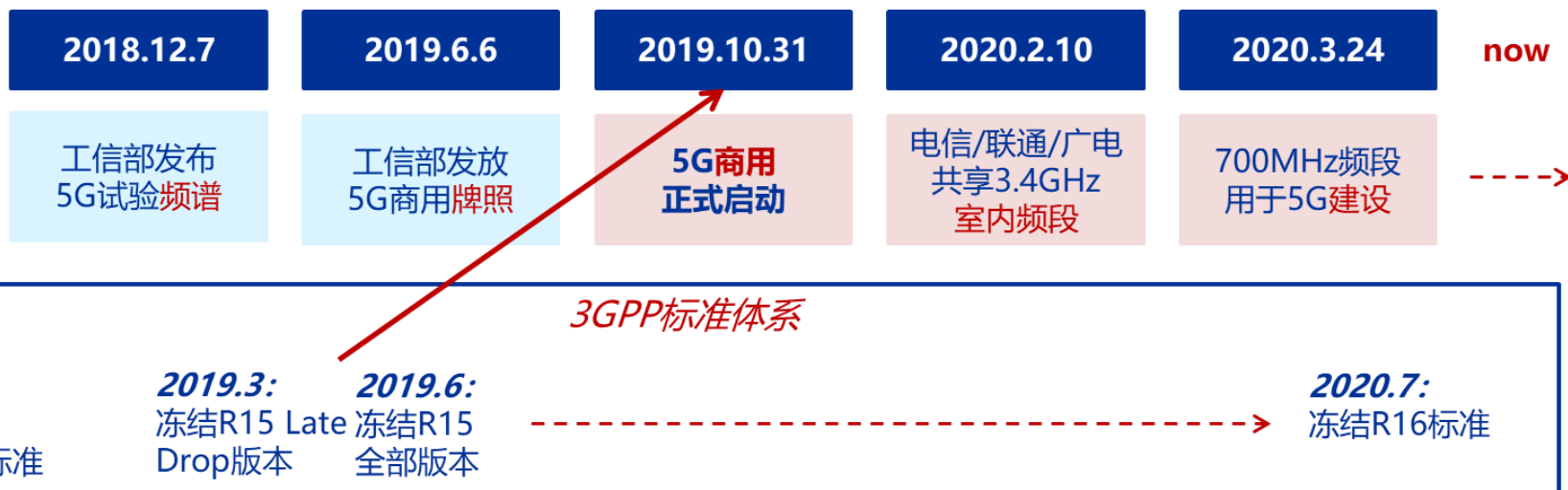
新一代通信技术从标准完成到正式商用、应用普及，都有相应的演进周期



3.2 从供给拉动到需求爆发，2021将迎“奇点”

- 从过去2G/3G/4G周期中，国内网络建设与普及相对滞后于国外市场；但也带来一定“便利”：基本上在建网、商用的初期，市场上就已经出现了相对成熟的行业应用，可以迅速享受网络技术切换带来红利。
- 5G推进上，国内处于靠前位置，主设备商等环节也相对领先，因此产业上将体现为提前的规划和超前的建设，而投资上也需要“耐心”去等待和发掘5G周期的新应用，2021年将迎来“奇点”。
 - 2020中国国际信息通信展览会上，工信部信息通信发展司司长闻库表示：未来三年我国处于5G发展的导入期，要坚持适度超前的建设节奏，努力形成以建促用的5G良性发展模式。

我国5G商用进程领先，与国际标准冻结的进度几乎同步



资料来源：申万宏源研究

3.3 2B、2C差异化巨大，是工业互联网的空间所在

- 1) 2C更多是标准品交付；2B意味着大量定制化。且二者在人才培养的口径上先天割裂，意味着对不同场景和行业的knowhow有更高的要求。
- 因此：要专注于在细分行业里找标的。
- 2) 2B的信息化渗透先天不足，因此：要沿着由硬到软的路径去寻找标的。



3.4 产品力跃迁下的国产替代及龙头出海

全行业看工业、科技的发展路径均为：技术引进、进口替代、自主创新。

第一阶段
改革开放初期
(1978-2000)

第二阶段
加入WTO
(2001-2017)

第三阶段
未来趋势
(2017至今)

⑩替代领域：**初级产业**

•农产品、矿产品

⑩替代领域：**工业领域**

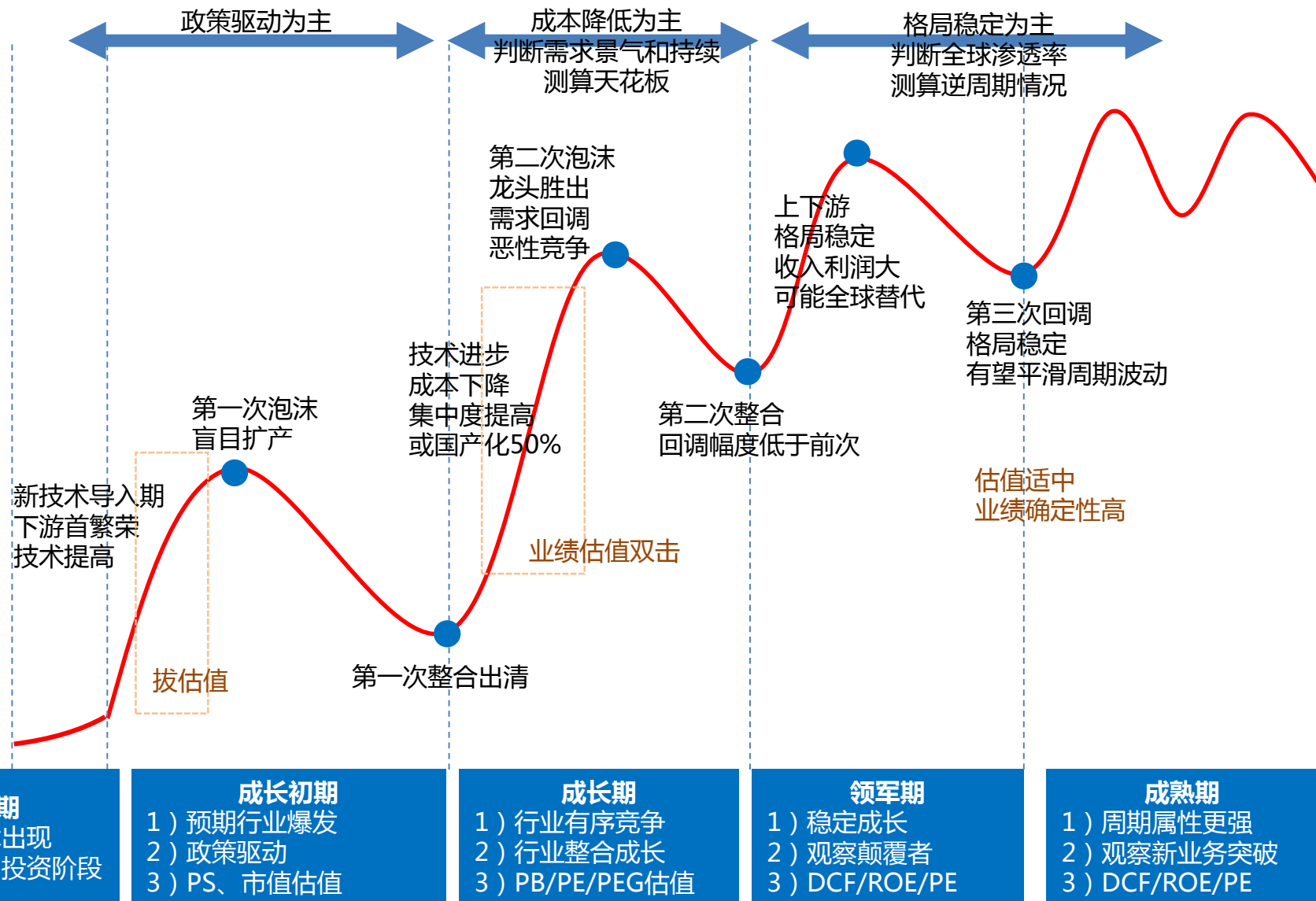
•纺织品、电器、机械设备

⑩替代领域：**技术行业**

•医药、新材料、化工、科技

产品	市场情况	相关公司	产品	市场情况	相关公司
锂电池隔膜	美日韩占据七成份额，国内企业市占率上升迅速	星源材质	碳纤维	大陆占18%份额，但产能分散且高端依赖进口	精功科技、康得新、博云新材
半导体光刻胶	全球CR5超过80%，国内自给率不足10%		玻璃基板	全球市场集中度极高，自给率仅12%且多为低端	彩虹股份、东旭光电
超净高纯试剂	欧美日韩占据全球八成市场，国内均为低端产品	光华科技、西陇科学	家电	大家电已完成进口替代，可选小家电仍有巨大空间	格力电器、莱克电气
光芯片和光器件	光迅科技已占有5%全球份额，但国产整体水平仍有不足	光迅科技、博创科技、中际装备、新易盛	体外诊断	自给率仅5%，但增长率超过20%	迈克生物
存储器芯片	头部垄断严重，但政府大力推动，有望加速进口替代	兆易创新	工业机器人	国内市场占全球27%，但自给率仅有8%，且高端产品有一定差距	美的集团、机器人、拓斯达、埃斯顿、汇川技术
AMOLED	已突破成本和良率问题，未来空间广阔	京东方A、中颖电子	有载分接开关	220KV以下已实现国产替代，500KV以上仍进口垄断	
铝塑膜	锂电池电芯封装关键材料，CR2为75%，均为日企		PCB专用油墨	日本太阳占据50%国内市场，两家国内企业共占25%	广信材料、容大感光
偏光片和TAC膜	日韩少数企业垄断，国产正在起步		高铁车轴	轮轴几乎全部依靠进口	太原重工
高端数控机床	国产多为中低端，高端90%为进口，但政策支持力度大	华中数控	汽车零部件	核心零部件依赖进口，近年国产竞争力快速提升	精锻科技、宁波高发、浙江仙通、星宇股份
液晶面板	美日韩垄断，大陆需求量大，自给率低	三利谱、京东方A	仿制药	原研药份额超五成，与仿制药的价差带来巨大替代空间	恒瑞医药

3.5 周期or成长：经济周期为产业周期创造基础



3.6 重点关注不同赛道的核心标的

	商业模式	产业驱动力	特点	护城河	关注指标	典型公司	营收 (百万元)	净利润(百 万元)	毛利率	净利率	人均创收 (万元)	人均创利(万元)
设计流程	通用型软件产品	性价比、正版化、国产化	高毛利高净利高ROE	技术	易守难攻，产品力、销售能力、拓展性	中望软件	456.09	120.38	99%	26%	49.85	13.16
	垂直赛道标准软件产品		高毛利高净利高ROE	技术	行业know-how理解能力、拓展性	盈建科	150.25	55.43	99%	37%	78.26	28.87
	软件二次开发		中等毛利净利	行业know-how	易攻难守、行业know-how理解能力、销售能力、模式	天河智造	47.46	0.69	35%	1%	45.64	0.66
制造流程	通用型嵌入式软件	制造业的周期性、国产化替代的成长性	中等毛利净利，可拓展	硬件性能、算法软件、销售力	所在空间、产品力、价格、商业模式、拓展性	中控技术	3,158.74	423.26	46%	14%	77.17	10.34
	通用硬件设备、嵌入式软件				所在空间、产品力、价格、商业模式、拓展性	汇川技术	11,511.32	2,100.14	39%	19%	89.47	16.32
	通用硬件设备、嵌入式软件				所在空间、产品力、价格、商业模式、拓展性	埃斯顿	2,510.17	128.12	34%	6%	100.13	5.11
	垂直赛道标准嵌入式软件				产品力、商业模式、拓展性	柏楚电子	570.83	370.59	81%	65%	192.85	125.2
	通用硬件设备、嵌入式软件				所在空间、产品力、价格、商业模式、拓展性	国电南瑞	38,502.41	4,851.54	27%	14%	437.23	55.09
管理流程	软件实施	数字化转型的内需、国产化、出海	低毛利低净利	行业know-how	效率、拓展性、复制性	能科股份	951.91	120.15	40%	13%	112.12	14.15
	软件实施				效率、拓展性、复制性	汉得信息	2,493.08	65.71	34%	2%	27.97	0.74
	软件实施				效率、拓展性、复制性	赛意信息	1,385.31	176.06	35%	13%	29.79	3.79
	ERP通用产品				产品力、生态、商业模式	用友网络	8,524.59	988.6	61%	12%	47.14	5.47
	ERP通用产品		中等毛利净利	技术、销售力	产品力、生态、商业模式	金蝶国际	3,429.57	-335.48	66%	-10%	32.16	-
	非标准行业ERP、软件产品				产品力、拓展性	鼎捷软件	1,496.09	121.39	66%	8%	38.5	3.12
	非标准行业ERP、软件产品				产品力、拓展性	远光软件	1,691.52	262.89	61%	17%	34.36	5.34
	垂直赛道标准软件产品				产品力、销售能力	泛微网络	1,482.40	229.55	95%	15%	113.86	17.63
工业互联网平台	非标准行业应用软件	数字化转型的内需	中等毛利净利	行业know-how	行业know-how理解能力、拓展性、可复制性	东方国信	2,088.49	301.86	46%	15%	26.62	3.85
	通用硬件设备		中等毛利净利，可拓展	硬件性能、算法软件、销售力	定制化能力、拓展性、规模效应	移远通信	6,105.78	189.02	20%	3%	201.84	6.25
	通用硬件设备				资源、业务布局、运营能力、上架率、融资成本	光环新网	7,476.15	912.94	21%	12%	630.9	77.04
	通用硬件设备				拓展性、销售能力	星网锐捷	10,304.23	431.38	35%	6%	108.24	4.53

3.7 总结

- **智能制造是制造业和科技的长期必然趋势，当前热点主要聚焦于：智能制造实际已形成较完备的产业链；实际在某些行业环节已出现标杆和案例，例如钢铁/化工/能源等，并对应到优质标的。**
- **①需求端发生根本变化，而非仅政策与技术驱动。**
- **②当前已形成较完备的产业链。**
 - 尤其边缘控制层，芯片级别的MCU、控制芯片等是大国重器，零部件级别的物联网无线模组已经出现有竞争力的企业（**硬件先行**）；
 - 系统级别也已经有部分针对离散工业、流程工业的控制系统厂商涌现（**落实案例**）；
 - 向上的网络/平台层机会则更多体现在头部的运营商/设备商和互联网厂商（**补短板**）。
- **③实际在某些行业环节已出现标杆和案例：例如钢铁/化工/能源等，并对应到优质标的。**

相关公司：中控技术、中望软件、柏楚电子、盈建科、能科股份、汉得信息、赛意信息、用友网络等
- **风险：产业进程不及预期，海外政策风险。**

3.7 总结

相关智能制造公司估值表

证券代码	证券简称	2021/6/21		PB	预测EPS					PE		
		收盘价（元）	总市值（亿元）	2020A	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
688083	中望软件	582.88	361	13.74	1.96	2.49	3.50	4.89	234	166	119	
300935	盈建科	78.60	44	4.79	1.17	1.32	1.67	2.04	60	47	39	
688777	中控技术	92.00	455	11.63	0.74	1.10	1.39	1.74	84	66	53	
300124	汇川技术	68.00	1,754	16.36	0.37	1.14	1.49	1.88	59	46	36	
002747	埃斯顿	37.78	318	17.89	0.08	0.31	0.46	0.63	121	82	60	
688188	柏楚电子	407.37	409	16.33	2.46	5.28	7.04	9.23	77	58	44	
603859	能科股份	38.89	54	3.79	0.65	1.27	1.76	2.64	31	22	15	
300170	汉得信息	7.93	70	2.21	0.10	0.37	0.43	-	21	18	-	
300687	赛意信息	20.47	72	8.44	0.19	0.72	1.00	1.44	29	20	14	
600588	用友网络	33.28	1,088	17.45	0.36	0.34	0.43	0.57	98	77	58	
300378	鼎捷软件	21.31	57	3.82	0.39	0.55	0.72	0.86	39	30	25	
603039	泛微网络	66.50	173	11.50	0.54	0.95	1.17	1.40	70	57	48	
300166	东方国信	10.94	127	1.90	0.43	0.47	0.57	0.69	23	19	16	

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：EPS预测均取Wind一致预期

信息披露 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swsresearch.com
华南	胡双依	0755-23832423	15323808066	hushuangyi@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swsresearch.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)	：股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	：股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	：股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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、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人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

朱型樗
zhuxl@swsresearch.com