

南网能源（003035）深度研究报告

背靠南网、发力分布式光伏，综合能源龙头未来可期

- ❖ **背靠南网、面向全国，铸就先进综合能源服务商。**公司是南网旗下的综合能源供应服务商,主要管理模式为 EMC 模式,能有效平衡风险与收益,对工商业主吸引力强。公司经营业务多样,包括合同能源管理业务、综合资源利用业务和咨询及工程业务三部分,发电相关业务占比大、毛利高、增速快。截至 2022 年底,公司在运分布式光伏/农光互补项目/生物质综合利用项目 1360/344/115MW。
- ❖ **盈利模式独特,工商业分布式光伏大有可为。**分布式光伏可就地消纳,自发自用叠加工商业高电价商业模式使得分布式光伏在退补贴时代仍能保证盈利能力,行业特性带来量价双重优势。电价端来看,近年来尤其是沿海发达省份电力供需持续偏紧,电价中枢不断上行,工商业分布式光伏电价优势凸显;装机方面未来市场空间广阔,2022 年分布式光伏新增装机量达 51GW,未来具有就地消纳特性的分布式光伏的发展步伐有望进一步加快。与此同时,成本侧硅料降价带动组件价格下行,也将间接带动装机放量。行业内决定个股质地的主要因素为装机,行业壁垒体现在技术、装机、获客和区位四方面。从未来发展方向来看,配储成为纾解电网调峰调频压力和工商业主套利的优选,随着成本回落初见曙光和强制配储政策出台,2023 有望成为分布式配储元年。
- ❖ **公司核心业务为分布式光伏,行业内竞争优势明显。**电价方面,1) 公司竞价及平价项目受退补贴影响较小,毛利仍能维持 60%以上;2) 公司业务主要分布在南网五省,南网背景加持下具备区位优势;3) 华南地区新能源负荷渗透率高,与山东地区电力负荷情况存在本质性区别,电价端承压的可能性较小,且公司有储能业务储备,即使电价政策有所调整也能一定程度保证盈利性。装机量方面,公司依托于南方电网平台优势和多年客户积累,项目获取能力强,自主选择权高,未来装机有望高速增长。且公司在技术、渠道和资本三重维度上具备高护城河,有望成为分布式光伏规模龙头。
- ❖ **建筑节能和综合资源利用业务持续提升。**1) 建筑节能行业市场起步较晚、潜力巨大,市场格局整体呈现“多而弱”、“小而散”的格局,公司作为稀缺大型服务商,具备营销、资金及经验优势,建筑节能服务业务有望持续扩张。2) 公司综合资源利用业务未来将秉持适度开发理念。生物质综合利用业务具备政策导向,农光互补项目储备充足,2023 年装机有望快速增长。
- ❖ **投资建议:**公司分布式光伏发电业务行业前景向好,市场空间广阔,项目获取能力强;节能业务发展稳定,未来业绩增长可期。我们预计公司 23-25 年总体业务收入为 35.94/48.53/62.23 亿元,同比增长 24.4%/35.0%/28.2%;归母净利润分别为 8.68/13.23/17.85 亿元,同比增长+56.8%/52.3%/35.0%。由于公司工商业分布式光伏业务增速显著快于可比公司,因此在可比公司 23 年估值水平的基础上给予一定溢价,给予公司 35x PE (溢价率 31%),对应公司总市值 304 亿元,目标价 8.02 元,较现在水平有 24%溢价空间,首次覆盖,给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示:**政策推进不及预期;项目推进进度不及预期;成本上行风险;新业务拓展不达预期。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万)	2,888	3,594	4,853	6,223
同比增速(%)	11.1%	24.4%	35.0%	28.2%
归母净利润(百万)	553	868	1,323	1,785
同比增速(%)	16.8%	56.8%	52.3%	35.0%
每股盈利(元)	0.15	0.23	0.35	0.47
市盈率(倍)	48	30	20	15
市净率(倍)	4.1	3.6	3.1	2.5

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为 2023 年 5 月 10 日收盘价

推荐 (首次)

目标价: 8.02 元

当前价: 6.40 元

华创证券研究所

证券分析师: 庞天一

电话: 010-63214656

邮箱: pangtianyi@hcyjs.com

执业编号: S0360518070002

公司基本数据

总股本(万股)	378,787.88
已上市流通股(万股)	163,606.06
总市值(亿元)	242.42
流通市值(亿元)	104.71
资产负债率(%)	54.83
每股净资产(元)	1.73
12 个月内最高/最低价	8.63/5.57

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

为辨析公司未来发展前景，报告对分布式光伏行业的盈利模式、行业特性、竞争格局和核心壁垒进行分析，认为行业具备价格优势，未来市场规模提升可期，目前市场格局分散，最核心竞争因素为项目资源。南网储能装机领先，同时具备技术/渠道/资本三方面资源加持，公司 alpha 凸显。

投资逻辑

公司主营业务为分布式光伏，其“自发自用、余电上网”的特殊盈利机制使得行业在退补贴时代下具备较高的利润空间，但行业内竞争格局分散，各运营方多为地区强势民营企业，未有明显的跨地域龙头企业。由于行业头部效应强，核心竞争因素在于屋顶资源的获取和装机量的增长。南网能源背靠南方电网，具备技术、渠道和资本三重维度高护城河，规划装机规模大，且目前已开始布局储能蓝海赛道，未来发展空间广阔。

关键假设、估值与盈利预测

我们预计公司分布式光伏及其他发电业务项目获取能力稳定，建筑节能业务保持现有增速，预计公司 2023-2025 年总体业务收入为 35.94/48.53/62.23 亿元，同比增长 24.44%/35.03%/28.23%；归母净利润分别为 8.68/13.23/17.85 亿元，同比增长+57%/52%/35%。给予公司 35x PE，对应公司总市值 304 亿元，目标价 8.02 元，较现在水平有 24%溢价空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

一、 背靠南网的优质综合能源运营商	6
（一） 股东实力雄厚，财务状况良好	6
（二） 经营模式先进，分布式光伏业务为营收主要来源	8
二、 盈利模式独特，分布式光伏大有可为	10
（一） 电价优势高筑行业护城河	10
（二） 市场空间广阔，有望维持高装机增速	11
（三） 组件成本占比较大，硅料降价有望拓宽盈利空间	12
（四） 装机拉开个股差距，行业壁垒初现	12
（五） 调峰需求+降本在即，分布式光伏配储蓄蓄势待发	13
三、 多维度高壁垒打造分布式光伏龙头	14
（一） 电价利好+装机量增长双向增厚利润	14
1、 电价侧：退补贴影响小，市场化电价+区位优势持续带来利润增量	14
2、 装机侧：项目获取能力强，装机量逐年递增	16
（二） 技术/渠道/资本三方面优势明显，积极布局储能业务	17
四、 稀缺大型服务商，建筑节能业务持续扩张	17
五、 生物质综合利用颇具潜力，农光互补有望快速增长	19
六、 盈利预测	20
七、 风险提示	22

图表目录

图表 1	公司发展沿革	6
图表 2	公司股权结构	6
图表 3	公司 2022 年收入按地区划分情况（%）	6
图表 4	2017-2022 年公司营收情况（亿元）	7
图表 5	2017-2022 年公司归母净利润情况（亿元）	7
图表 6	2017-2022 年公司利润率表现良好	7
图表 7	公司期间费用率连年下行	7
图表 8	2019 年后权益乘数带动 ROE 下行	8
图表 9	公司资产负债率和应收账款表现（亿元）	8
图表 10	公司经营活动现金流表现（亿元）	8
图表 11	公司业务范围及经营模式	9
图表 12	各细分业务营收情况（亿元）	9
图表 13	各细分业务利润情况（百万元）	9
图表 14	主营业务毛利率情况（%）	10
图表 15	公司发电业务装机结构（MW）	10
图表 16	分布式光伏行业盈利逻辑	10
图表 17	“自发自用，余电上网”分布式光伏电站运营模式示意图	11
图表 18	分布式光伏电站“自发自用”部分电价定价模式	11
图表 19	16-22 年分布式光伏新增装机情况（万千瓦）	12
图表 20	16-22 年分布式光伏累计装机情况（万千瓦）	12
图表 21	2022-2030 年我国工商业分布式光伏系统初始全投资变化趋势（元/W）	12
图表 22	近期硅片价格走势（元/片）	12
图表 23	2012-2022 年国内分布式光伏装机情况（GW）	13
图表 24	储能峰谷套利模式示意图	14
图表 25	“鸭子曲线”电价模式下光伏出力示意图	14
图表 26	2020H1 竞价/平均项目平均毛利率在 65% 以上（万元）	15
图表 27	不同省份/电网标杆电价（元/千瓦时）	15
图表 28	2021 年山东及南网五省光伏装机、发电情况对比	16
图表 29	公司分布式光伏装机量稳步增长（MW）	16
图表 30	南网能源主要客户	17
图表 31	2001-2020 年建筑业能源消费总量（万吨标煤）	18
图表 32	“十四五”绿色建筑目标	18
图表 33	既有建筑节能服务示意图	18

图表 34	新建建筑节能服务示意图	18
图表 35	建筑节能服务面积稳定增长（万平方米）	19
图表 36	建筑节能业务收入持续走高（亿元）	19
图表 37	国内生物质发电装机容量持续上行	19
图表 38	国内生物质发电量持续上行	19
图表 39	公司现存农光互补项目	20
图表 40	主营业务拆分（亿元）	21
图表 41	可比公司估值表	22

一、背靠南网的优质综合能源运营商

（一）股东实力雄厚，财务状况良好

立足南网、面向全国，铸就先进综合能源服务商。南方能源成立于2010年，是南方电网旗下的综合能源服务商。公司业务包括工业节能、综合资源利用和咨询与工程服务三大部分，以合同能源管理模式为切入点，形成了面向电力、环保、市政、交通等行业的综合能源服务体系。2016年起公司致力于打造“大数据+能源”平台，通过“互联网+综合能源”创新模式增加企业效益。

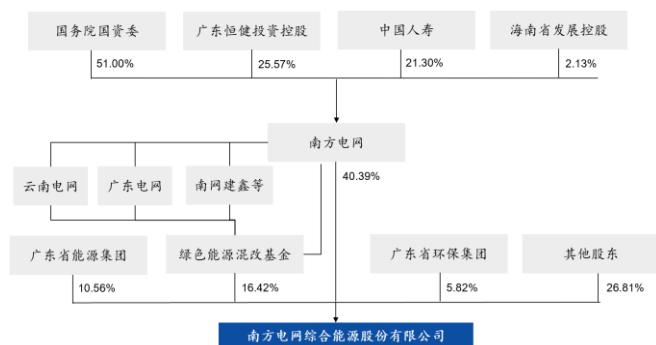
图表 1 公司发展沿革



资料来源：公司官网，华创证券

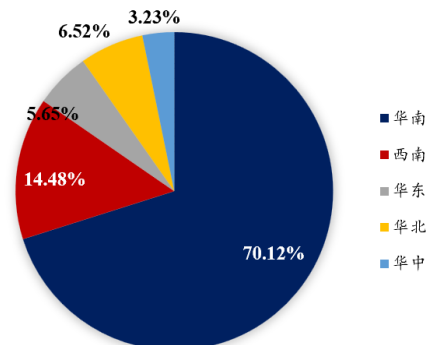
业务开展受股东资源影响较大。公司目前最大股东为南方电网，截至2023年4月20日直接持股比例为40.39%。公司业务开展受股东资源影响较大，主要业务来自南网五省（广东、广西、海南、云南、贵州）。2022年营业收入中华南地区收入占比70.12%，西南地区占比14.48%，其余地区占比15.40%。

图表 2 公司股权结构



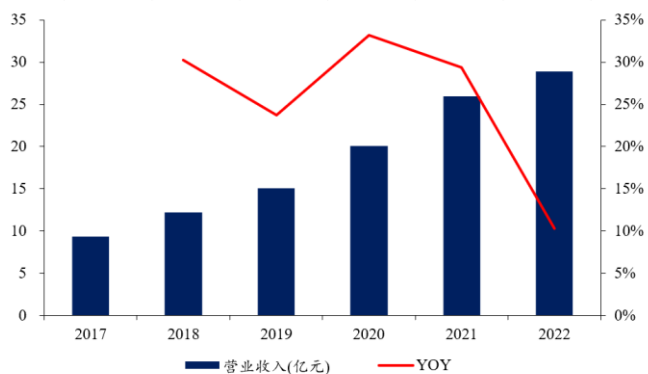
资料来源：Wind，华创证券

图表 3 公司 2022 年收入按地区划分情况（%）

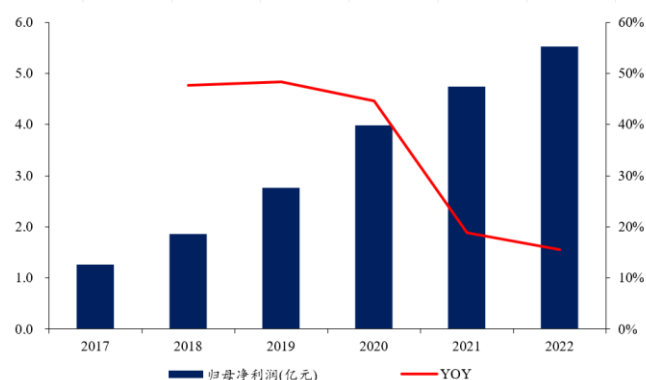


资料来源：公司公告，华创证券

公司营收增长较为稳定。公司2017-2022年营收CAGR为25.3%。2022年综合资源利用业务受疫情及生物质燃料价格上涨等因素拖累，营收仅为4.24亿元，同比下降1.63%。2017-2022年公司归母净利润稳健增长，2022年实现归母净利润5.53亿元，同比增加15.56%。

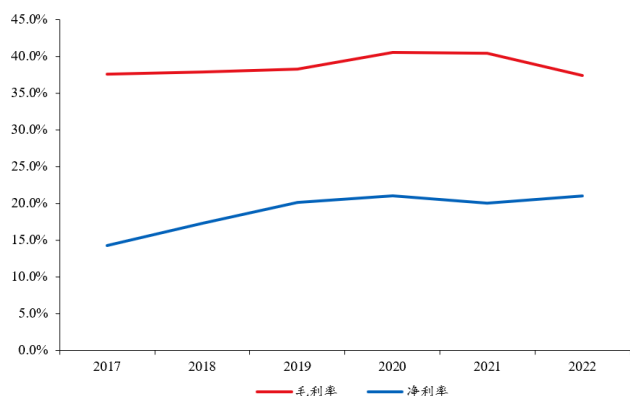
图表 4 2017-2022 年公司营收情况 (亿元)


资料来源: Wind, 华创证券

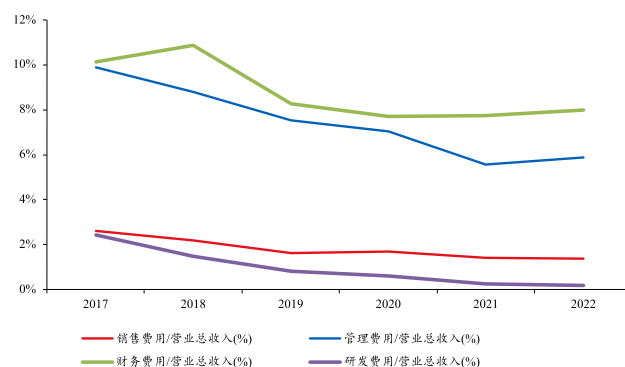
图表 5 2017-2022 年公司归母净利润情况 (亿元)


资料来源: Wind, 华创证券

利润率表现良好, 期间费用率连年下行。公司主营业务盈利情况稳定, 毛利率/净利率常年维持在 40%/20% 水平, 2022 年分别为 37.4%/21.0%。近年来公司费用控制卓有成效, 期间费用率显著下降, 2022 年销售/财务/管理费用率分别为 1.37%/7.99%/5.88%, 较 2017 年水平下降 1.24/2.14/4.01pcts。

图表 6 2017-2022 年公司利润率表现良好


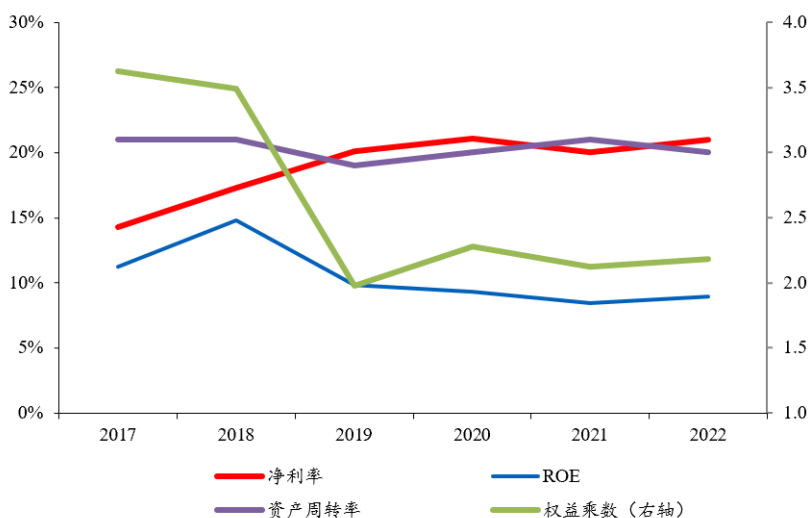
资料来源: Wind, 华创证券

图表 7 公司期间费用率连年下行


资料来源: Wind, 华创证券

2019 年后 ROE 下行, 系权益乘数下降所致。公司 ROE 水平在 2019 年大幅下降后连续两年稳定在 8%-9% 水平, 其下降系 2019 年公司改为股份制公司所致。2022 年公司 ROE 为 8.9%, 同比增加 0.5pcts, 主要原因为盈利水平提升。

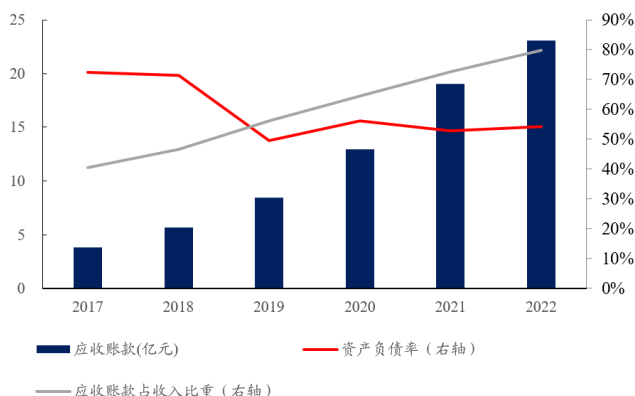
图表 8 2019 年后权益乘数带动 ROE 下行



资料来源: Wind, 华创证券

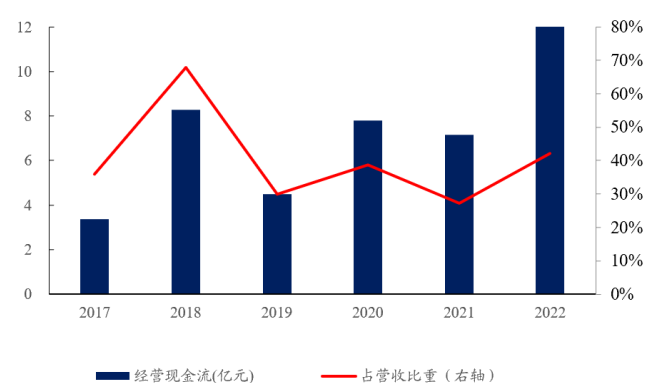
经营性现金流保持稳定充足, 资产负债率维持较低水平。现金流方面, 公司经营现金回流较好, 投资活动、筹资活动活跃, 2022 年公司经营活动现金流量净额为 12.17 亿元, 占营收的比例为 42.1%。资本结构方面, 资产负债率较低。公司近几年资产负债率均维持在较低水平, 2022 年资产负债率为 54.1%, 应收账款为 23.05 亿元, 占营收 79.8%。

图表 9 公司资产负债率和应收账款表现 (亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 公司经营活动现金流表现 (亿元)

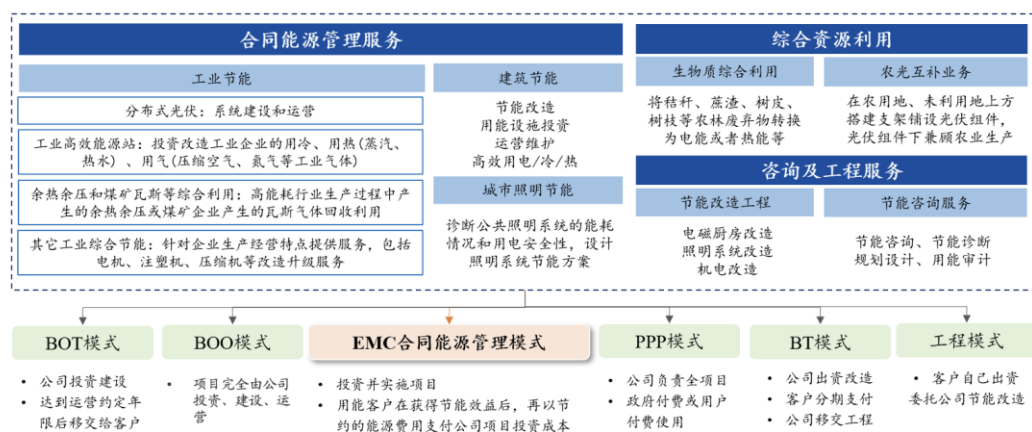


资料来源: Wind, 华创证券

(二) 经营模式先进, 分布式光伏业务为营收主要来源

业务覆盖广泛。公司定位为南方电网旗下的综合能源供应服务商, 旨在打造全国细分领域的分布式光伏规模最大的产业龙头企业, 同时为用户提供一揽子综合能源服务解决方案。目前主营业务包括合同能源管理业务、综合资源利用业务和咨询及工程业务三部分。合同能源管理业务下包括分布式光伏服务等四个领域, 综合资源利用服务包括生物质综合利用和农光互补业务。公司具备经营模式多样化的能力, 目前业务多为合同能源管理 (EMC) 模式, 即由公司投资并实施项目, 客户获得节能效益并支付相应费用。

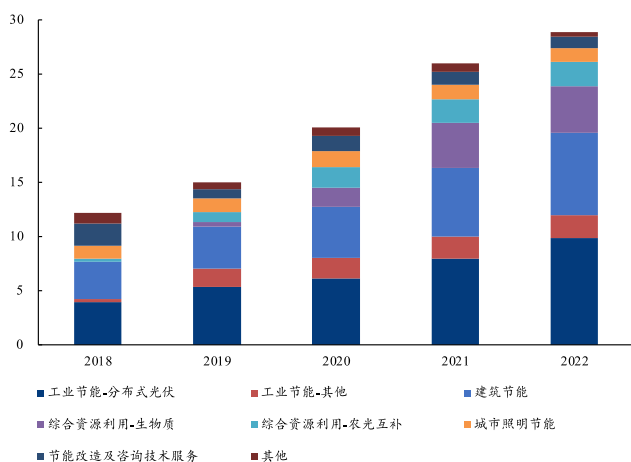
图表 11 公司业务范围及经营模式



资料来源：公司官网，招股说明书，华创证券

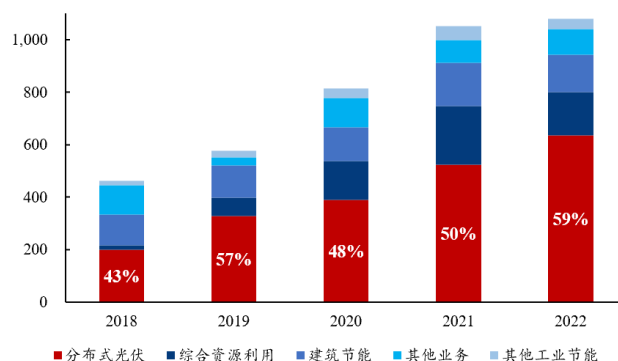
公司主营为分布式光伏，相关业务占比大、毛利高、增速快。公司主营业务为分布式光伏，2020年后，建筑节能、生物质综合利用和农光互补业务在“双碳”大背景下实现快速扩张，2022年分布式光伏/建筑节能/生物质综合利用/农光互补业务营收分别为9.85/7.65/4.24/2.24亿元，占比34.1%/26.5%/14.7%/7.8%。营业利润主要来自于分布式光伏，常年占比40%以上，2022年分布式光伏/综合资源利用/建筑节能业务利润分别为6.35/1.64/1.43亿元，占比58.77%/15.15%/13.26%。

图表 12 各细分业务营收情况 (亿元)



资料来源：公司年报，华创证券

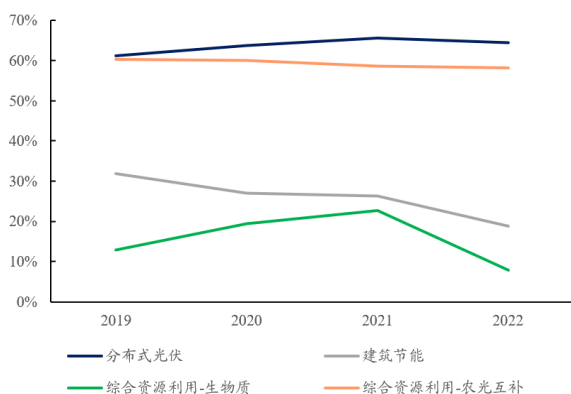
图表 13 各细分业务利润情况 (百万元)



资料来源：公司年报，华创证券

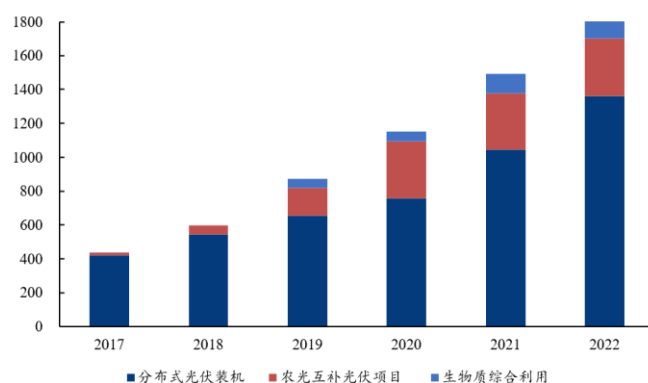
从毛利情况来看，分布式光伏与农光互补项目毛利率较高，2022年分别为64.8%/58.2%。从装机情况来看，公司分布式装机容量稳定增长，农光互补业务在2019年后迅速扩张。截至2022年底，公司在运分布式光伏/农光互补项目1360/344MW；生物质综合利用项目4个，共计115MW。

图表 14 主营业务毛利率情况（%）



资料来源：公司年报，华创证券

图表 15 公司发电业务装机结构（MW）

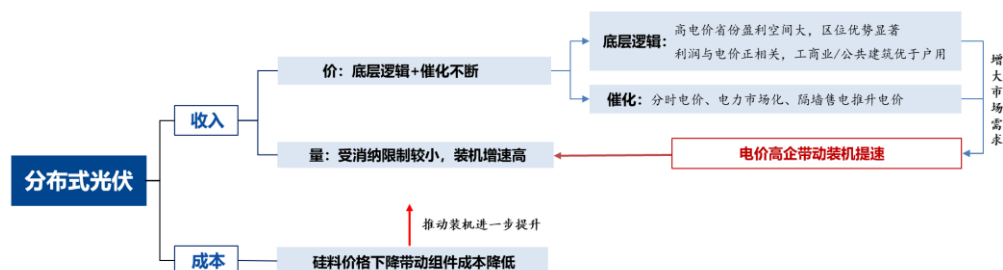


资料来源：公司年报，华创证券

二、盈利模式独特，分布式光伏大有可为

独特商业模式带来量价优势，降本背景下行业β有望继续向上。分布式光伏可就地消纳的特性赋予其电价与装机两方面优势，叠加降本趋势有望进一步增厚利润。**1) 电价方面**，“自发自用，余电上网”模式的电价与用电侧电价挂钩，显著高于光伏标杆上网电价，因此在光伏发电电价端有压力的行业背景下，分布式光伏电价端仍能保持高韧性；**2) 装机方面**，集中式光伏电站装机增速会受消纳能力不足和输送通道不畅因素限制，分布式电站受影响较小，更有能力保持高装机增速。**3) 成本方面**，硅料价格下降带动组件成本降低，进而推动未来装机增长。

图表 16 分布式光伏行业盈利逻辑

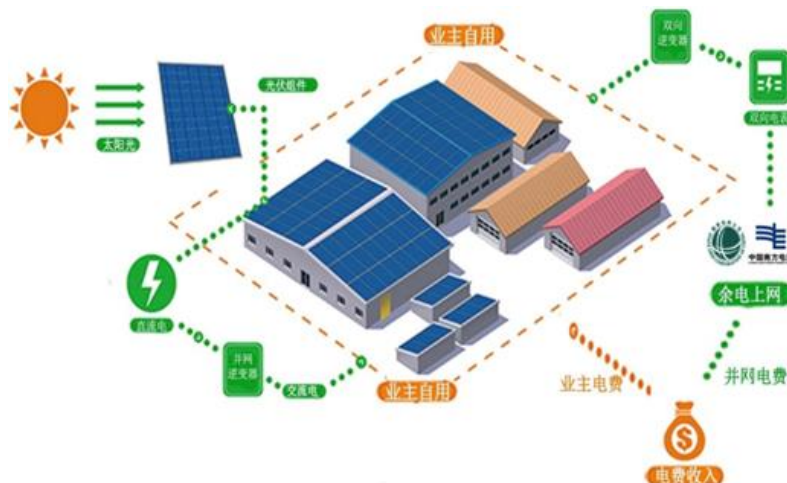


资料来源：华创证券

（一）电价优势高筑行业护城河

自发自用模式可将电量就地消纳，分布式光伏具备额外盈利空间。与集中式光伏电站相比，分布式屋顶电站所产生的电量可在其建造场所就近消纳，因此促生了“自发自用，余电上网”运营模式。建设方与屋顶业主签署用电合同，为其在屋顶修建分布式光伏电站并承担运维工作，合同期内电站所有权及相关设备和资产归建设方所有。合同期内电站发电优先满足业主使用，多余电量则由电网收购，建设方为业主提供折扣用电电价以降低成本。

图表 17 “自发自用，余电上网”分布式光伏电站运营模式示意图



资料来源：芯能科技招股说明书

“自发自用”部分电价受业主类型和区位影响。分布式光伏电站包括“自发自用”和“余电上网”两部分，其中“余电上网”部分电价为标杆上网电价，“自发自用”部分电价定价方式包括约定电价、阶梯电价、市场化电价和折扣电价四类（图表 18 所示），实际情况中多数采用折扣电价模式，其折扣基础为当地用电电价，因此光伏电站盈利能力与业主用电电价挂钩。我国电价体系中，用电电价主要受两个因素制约，其一为业主类型，如工商业用电价格远高于居民用电价格；其二为地理位置，不同省份之间用电价格有所差异，通常沿海经济发达地区电价更高。

图表 18 分布式光伏电站“自发自用”部分电价定价模式

约定电价	在合同期内以双方约定的固定价格不变
阶梯电价	根据客户消纳情况采用阶梯电价形式，消纳率越高，对应的电价折扣越高
市场化电价	与电力市场交易价格挂钩，客户可选择市场交易形成的多种价格中的一种作为合同价格
折扣电价	根据未来官方或权威渠道发布的电价（如电网企业发布的代理购电工商业用户价格）为基础进行打折

资料来源：招股说明书，华创证券

（二）市场空间广阔，有望维持高装机增速

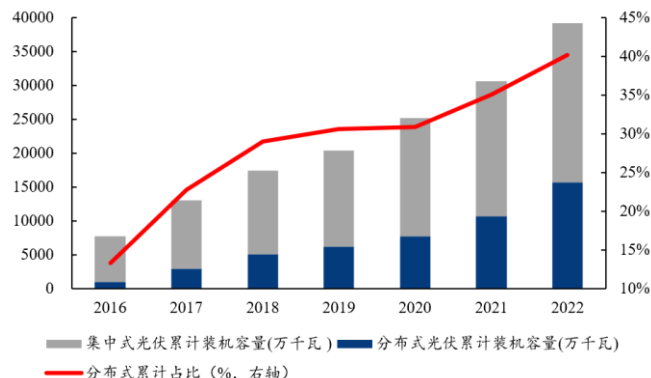
未来装机市场规模和占比提升空间广阔。2022 年分布式光伏新增装机 51.11GW，新增/累计装机占比达 58%/40%，较 2016 年水平提升 46pct/27pct，分布式光伏装机占比逐年升高。其主要原因为集中式光伏在经过近十年的发展后，开始受到资源禀赋和消纳能力的限制。光资源较好的三北地区的风光大基地项目受本地消纳能力不足、外送通道不畅的影响，其弃光率有抬头迹象。相较于集中式，分布式大多自带消纳，确保利用率的同时不会因出力不均对电网造成扰动；且体积较小，可在人口密度高、用电量大的东部地区灵活安装。在“整县推进”的大趋势下，未来分布式光伏市场规模和占比提升均具有广阔空间。

图表 19 16-22 年分布式光伏新增装机情况 (万千瓦)



资料来源: Wind, 国家能源局, 华创证券

图表 20 16-22 年分布式光伏累计装机情况 (万千瓦)

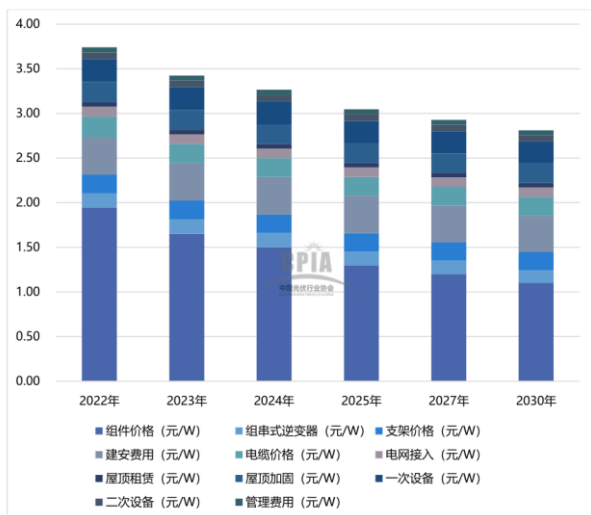


资料来源: Wind, 国家能源局, 华创证券

(三) 组件成本占比较大, 硅料降价有望拓宽盈利空间

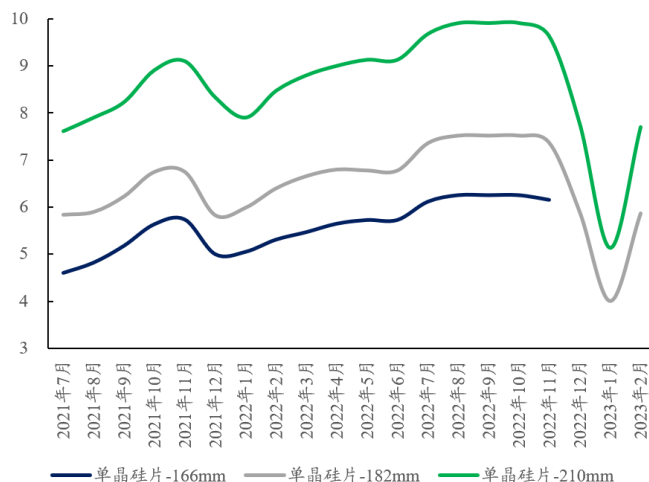
组件成本占比较大, 硅料降价有望拓宽盈利空间。工商业分布式光伏系统的初始全投资主要由组件、逆变器、支架、电缆、建安费用、电网接入、屋顶租赁、屋顶加固以及一次设备、二次设备等部分构成。根据 CPIA 统计, 2022 年我国工商业分布式光伏系统初始投资成本为 3.74 元/W, 其中一半以上为组件成本。随着 2022 年第三季度后国内新增硅料基地逐渐投产, 硅片价格有所下滑, 带动组件成本下降。受此影响, CPIA 预计 2023 年工商业分布式光伏系统初始投资成本有望下降至 3.42 元/W 附近, 有望推动全行业的盈利能力上行和装机量增长。

图表 21 2022-2030 年我国工商业分布式光伏系统初始全投资变化趋势 (元/W)



资料来源: CPIA 《2022-2023 年中国光伏产业发展路线图》

图表 22 近期硅片价格走势 (元/片)



资料来源: Wind, 华创证券

(四) 装机拉开个股差距, 行业壁垒初现

装机增长成为划分个股质地的重要标准。从分布式光伏电站的运营模式中我们可以总结出以下特性: 1) 建造场所为屋顶, 其建设方案需要根据不同屋顶情况进行个性化定制, 项目建设具有强非标属性; 2) 落地项目分布零散, 具有碎片化特质, 后期运维工作的体

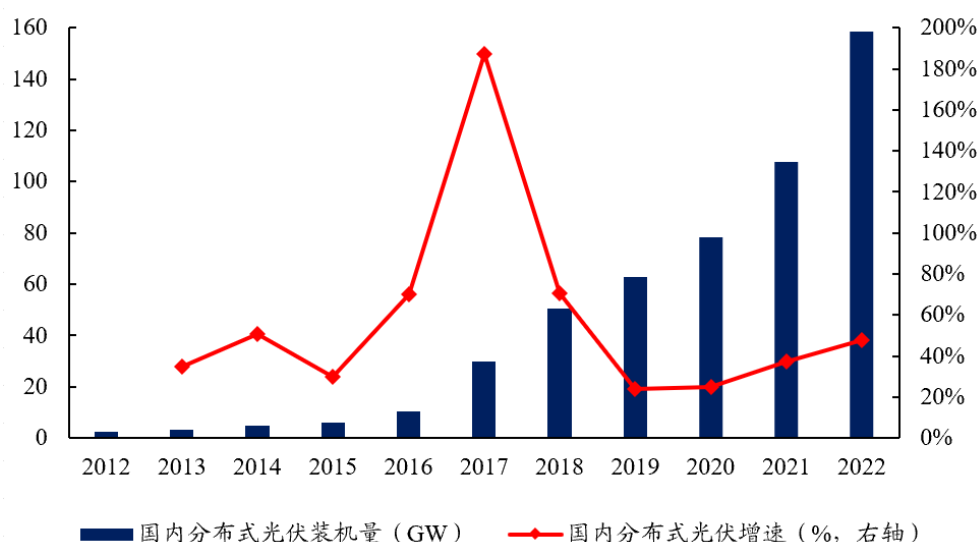
系化难度较大；3）额外收益来自自用部分电量，电站盈利与屋顶业主消纳能力正相关；4）电站合同期通常为 20-25 年，对屋顶业主的存续能力提出要求。综上所述，分布式光伏项目对公司建设经验和客户质量依赖度高，存在一定的头部效应，目前的项目获取能力将高度影响未来市占率。成本侧主要因素为原材料价格，近期硅料价格下降将提升行业装机意愿和盈利能力。

行业壁垒包括技术、装机、获客和区位。我们认为行业中的核心竞争力体现在以下四个维度：1）技术：非标性及碎片化属性和高安全性要求对施工方的建设技术及经验和运营团队专业度提出了较高要求；2）装机：分布式光伏行业客户粘性强，资源获取对渠道依赖度高。相较于成本而言，优质客户往往更看重成功项目经验，因此现存装机量高的企业更有机会聚集资源；3）获客：分布式光伏的屋顶资源间存在差异。优质的屋顶需要满足业主消纳量大、存续期长、建筑质量达标等诸多条件，因此优质客户是稀缺资源，获客能力对光伏运营方至关重要；4）区位：项目的地理位置会通过用电电价不同而对电站盈利产生影响。

（五）调峰需求+降本在即，分布式光伏配储蓄势待发

分布式装机快速增长，电网调峰调压需求迫切。近十年内分布式光伏装机量激增，年复合增长率达到 52.7%，预计未来随着整县推进和隔墙售电的落地，高增速态势将继续保持。由于光伏发电具有间歇性、多变性和不确定性特质，分布式电站又多建设于建筑物屋顶，直接与配电网末端相连，其高速增长对电网端电力输配和调峰调压工作造成较大扰动。我国配电网发展相对薄弱，尽管“十四五”期间对配电网重视程度增加，发电设备与电网建设周期的时间差仍对当期消纳手段提出了更高需求。储能系统的体积小、安装灵活的特性与分布式光伏匹配度高，能有效平滑“自发自用”光伏电站的昼夜发电负荷，实现削峰填谷和调峰辅助，维护电网可靠性。

图表 23 2012-2022 年国内分布式光伏装机情况（GW）

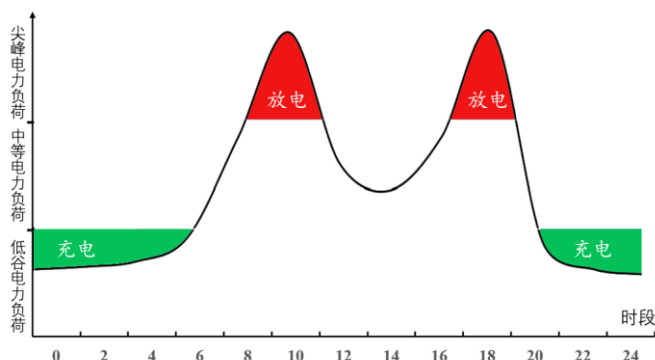


资料来源：Wind，华创证券

工商业电价高企，分布式+储能套利增大降本空间。电力市场化政策推动工商业电价整体上行，在峰谷电价进一步拉大的背景下，分布式+储能可通过峰谷套利进一步降低用电成本：低谷时段电价低、负荷低，储能电池充电；尖/峰时段电价高、负荷高，储能电池放电（如图表 24）。目前国内部分省份（如山东、宁夏、甘肃等）由于分布式装机量高，负

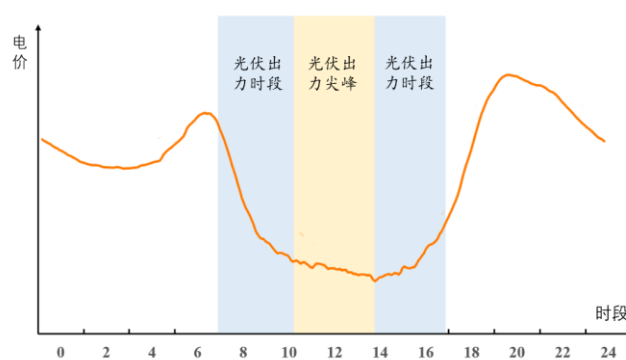
荷和电价均呈现早晚高、午间低的“鸭子曲线”，与光伏发力时段严重错配，添加储能系统将有助于当地分布式电站维持盈利性。

图表 24 储能峰谷套利模式示意图



资料来源：华创证券

图表 25 “鸭子曲线” 电价模式下光伏出力示意图



资料来源：华创证券

成本回落+政策驱动，23 年有望成为分布式配储元年。在各地公布的发展计划中，已有 20 余个地区明确新能源配储要求，配储比例多为 5%-20% 不等，时长 2-4 小时。根据 GII 预测，2026 年国内分布式光伏+储能的规模有望达到 14GWh，复合增长率将超过 50%。具体驱动力体现在成本回落和政策驱动两方面：1) 预计 2023 上半年锂盐、电芯等上游环节新增产能释放，推动储能系统成本回落至 2020 年水平，利润有望传导至分布式光伏配储；2) 地方政府要求强制配储，整县推进有望在 2024 年前全部进入实质开发/招投标环节，分布式光伏装机增长推动储能建设需求提升。

三、多维度高壁垒打造分布式光伏龙头

（一）电价利好+装机量增长双向增厚利润

1、电价侧：退补贴影响小，市场化电价+区位优势持续带来利润增量

公司受退补贴影响较小。风光平价上网时代开启后，公司整体盈利情况未受明显影响，新增竞价项目和零补贴项目的毛利率仍处于较高水平，其原因有二：一方面，公司存量项目补贴不受影响，且光伏平价时代到来后现金流加速理顺，同时存量补贴的拖欠也在加速收回；另一方面，近年来技术进步及原材料价格下行等多重因素致使光伏组件成本下降。组件成本占光伏电站总成本比重超过三分之一，其价格对分布式光伏电站的内部收益率有明显影响。

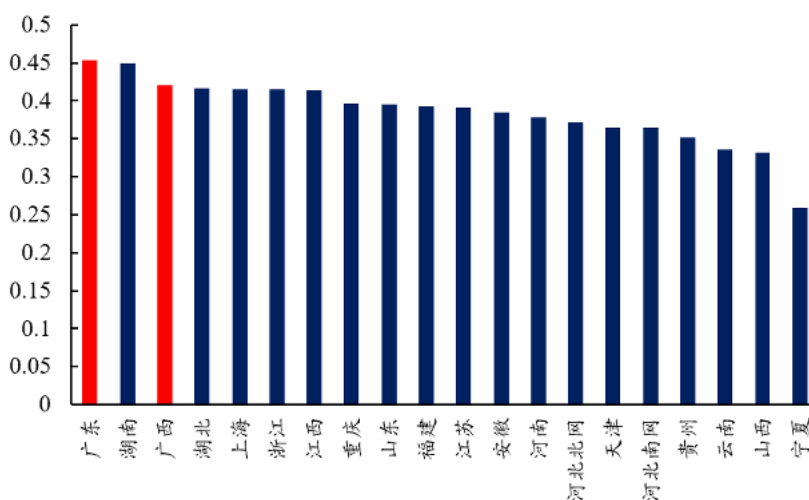
图表 26 2020H1 竞价/平均项目平均毛利率在 65%以上（万元）

项目名称	补贴模式	营业收入	毛利率
珠海珠玻电子分布式光伏项目	竞价补贴	103.26	68.01%
江西东鹏分布式光伏项目	竞价补贴	92.76	61.55%
广东广源铝业分布式光伏项目	竞价补贴	130.03	68.22%
广东美特机械分布式光伏项目	竞价补贴	73.61	66.24%
海南逸盛分布式光伏项目（二期）	零补贴	60.9	62.06%
南宁科天水性分布式光伏项目	零补贴	85.16	72.42%
恒洁达辉光伏项目	零补贴	54.75	67.06%
广东双兴光伏项目	零补贴	3.6	98.25%
广东伊之密光伏项目	零补贴	2.18	98.25%
讯芯电子屋顶光伏项目	零补贴	23.21	51.58%
深圳洲明科技屋顶光伏项目	零补贴	21.58	49.89%
三亚崖洲渔港光伏项目	零补贴	9.7	53.84%
项目平均		660.74	65.77%

资料来源：招股说明书，华创证券

依托南网平台展业，公司项目具备区位优势。分布式光伏的工商业主多为地方民营企业，客户资源对光伏建设方的项目获取至关重要。南网能源作为南方电网的子公司，在华南地区具备渠道优势，目前在运的分布式光伏项目中有近 70%集中于南网五省。由于“自发自用”部分电价（即用电电价）高于“余电上网”部分电价（即上网电价），分布式光伏项目的收益还与工商业主的电力消纳水平正相关。华南地区光照条件好，电力消耗大，电价中枢高，分布式光伏发展具有天然优势。近年来公司积极拓展省外高电价地区业务，未来将在深耕粤港澳大湾区的基础上探索长三角城市群业务，开拓“第二中心”，逐步形成立足华南、辐射全国的业务格局。

图表 27 不同省份/电网标杆电价（元/千瓦时）

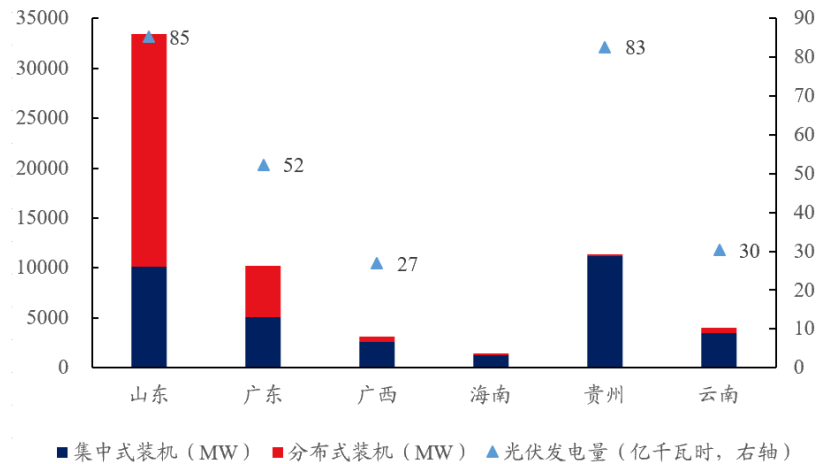


资料来源：北极星电力网，华创证券

华南地区新能源发展空间大，公司有储能业务储备，电价风险影响较小。2022 年底，以山东为代表的部分地区调整峰谷时段，将光照条件较好的中午时段电价由峰转谷，将峰谷浮动比例从 20%-50%拉大至 70%-100%。据有关测算，山东工商业白天用电电价从 0.75 元/度降至 0.5 元/度以下，深谷时段电价或跌破 0.3 元/度，引发市场对分布式光伏盈利前景的担忧。究其根源，山东此举是为了解决消纳难题：山东分布式光伏装机量大，消纳

水平有限，2021 年时便出现“午间用电低谷时段调峰困难，集中式新能源和 10 千伏以上分布式光伏全部弃电”的情况，调整电价的目的旨在刺激发用电侧自发调整用电时间，减轻电网调峰负荷，改善弃光情况。公司项目 70%集中于南网五省，光伏装机体量偏低，且工商业主用电量、电力系统调压能力强。因此我们认为公司面临电价大幅下降的可能性较低。且公司已试点开展光伏配套储能项目，未来即使面临类似山东的局面，“分布式+储能”的业务模式也有助于维持盈利水平。

图表 28 2021 年山东及南网五省光伏装机、发电情况对比

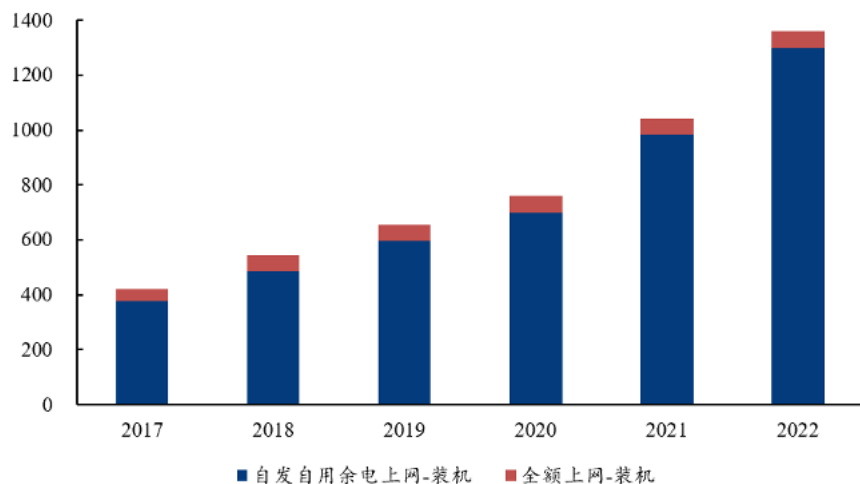


资料来源: Wind, 国家能源局, 华创证券

2、装机侧：项目获取能力强，装机量逐年递增

依托于南方电网平台优势和多年客户积累，公司项目获取能力强，2022 年底分布式光伏项目装机容量超 1300MW，2017-2022 年装机量年复合增长率达 26%，覆盖汽车制造、家电、烟草、造船、机械重工、生物制药、食品加工、仓储物流等多个行业。南网集团在《南方电网公司新兴业务“十四五”发展规划》中提出，未来将以南网能源为主体打造全国分布式光伏规模龙头，未来装机量有望维持高速增长。

图表 29 公司分布式光伏装机量稳步增长 (MW)



资料来源: 公司公告, 华创证券 注: 2020-2021 年部分数据为估算值

（二）技术/渠道/资本三方面优势明显，积极布局储能业务

老牌运营商底蕴丰富，具备技术壁垒。分布式光伏以建筑物屋顶为基础，非标性强，对安全性要求高。公司从事分布式光伏业务多年，具备以下技术壁垒：**1）安全性可靠：**公司已编制覆盖光伏项目开发初期的设备选型与方案设计、项目建设施工及安全技术管理、项目管理与评价规范在内的全周期开发建设标准和风险应对体系；**2）项目经验成熟：**公司建成项目覆盖多个行业，标志项目包括中山格兰仕 55MW 项目、美的集团 62MW 项目、大连东风日产 55MW 项目等；**3）自主选择权高：**公司处于分布式光伏行业领先地位，对项目选择具有较高的自主权，有能力兼顾收益率与合规要求。

客户资源丰富，屋顶获取能力强。分布式光伏具有客户粘性强和规模扩张难度高的特性。公司服务过的客户包括东风日产、广汽本田、四川长虹、美的、可口可乐、TCL、海信等大型企业，市场认可度高，品牌影响力大，是同时在公共设施领域、工业领域和建筑领域获得最高 5A 评级的节能服务公司，屋顶获取能力强。未来公司将依托家电、汽车行业等当前主要客户，大力发展如制造业、医药业等细分行业的工商业新客户。

图表 30 南网能源主要客户



资料来源：公司官网，华创证券

资本实力雄厚，持续融资能力强。合同能源管理模式具有投资规模大、回收周期长的特点，运营商的融资需求随运营项目的增加而提升，持续融资能力限制了行业中多数小规模公司的项目开展和装机增长，公司作为南方电网下的上市平台，融资渠道畅通，资产负债率表现良好，2022 年资产负债率为 54%，为业务规模的持续扩张提供强有力的保障。

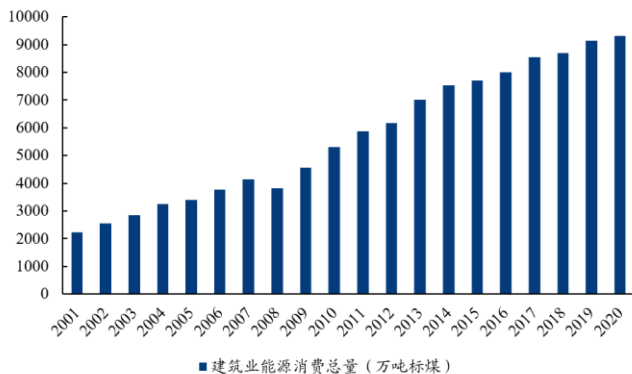
积极布局储能业务，有望开辟第二成长曲线。2022 年公司已试点开展光伏配套储能项目，一旦成本满足盈利性要求，将有望开辟第二成长曲线。分布式光伏配储业务多依托于电站开展，公司现有装机量位居行业前列，背靠南网平台，获客渠道优势明显，客户质量和粘性较好。

四、稀缺大型服务商，建筑节能业务持续扩张

建筑节能行业市场潜力巨大。据国家统计局数据显示，中国建筑业能源消费总量逐年上升，2020 年达到 9320 万吨标煤。从全国建筑全寿命周期能耗总量来看，2020 年全国建筑全过程能耗总量为 22.7 亿 tce，其中建筑运行阶段能耗 10.6 亿 tce，占全国能源消费总量的 21.3%。住建委发布的《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》（以下简称《规划》）要求到 2025 年完成既有建筑节能改造面积 3.5 亿平方米以上，而截至 2021 年底国内既有建筑中仅 4% 采用了先进能效改进措施，节能达标率均不足 10%。在新增建筑上，

《规划》要求城镇新建建筑全面执行绿色建筑标准，国内年新增建筑面积约 20 亿平方米，其中新增公共建筑约 4 亿平方米，建筑节能市场潜力巨大。

图表 31 2001-2020 年建筑业能源消费总量（万吨标煤）



资料来源：Wind，华创证券

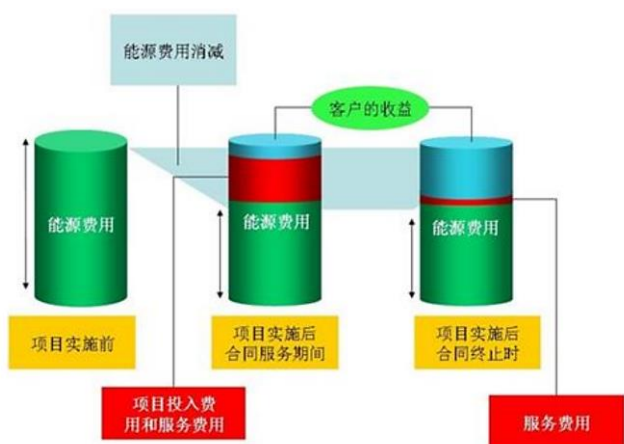
图表 32 “十四五”绿色建筑目标

项目	“十四五”规划	“十三五”完成
建筑节能改造面积	3.5亿平方米	6.99亿平方米
其中：居住建筑	1.0亿平方米	5.14亿平方米
公共建筑	2.5亿平方米	1.85亿平方米
新增超低/近零能耗建筑	0.5亿平方米	0.1亿平方米
新增BIPV	50GW	709MW
新增地热能建筑	1亿平方米	9亿平方米
城镇建筑可再生能源替代率	8%	6%
建筑能耗中电力消费比例	55%	45.50%

资料来源：住建部，中国建筑节能协会，国家能源局，中国能源网，中国光伏协会光电建筑专委会，华创证券

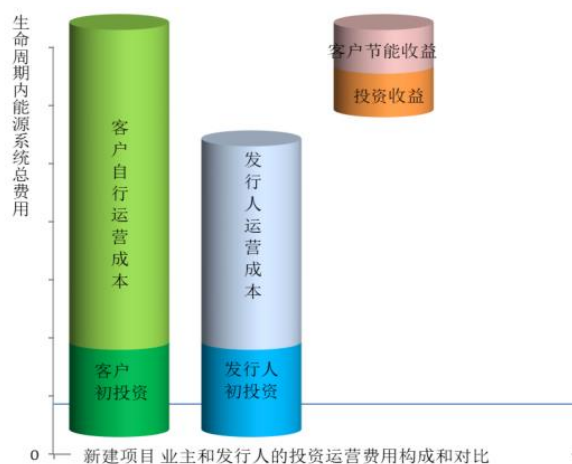
公司是市场稀缺的大型服务商，能提供多样化全过程综合能源服务。节能服务市场整体呈现“多而弱”、“小而散”的格局，公司作为稀缺大型服务商，具备营销优势、资金优势以及经验优势，业务包括既有建筑的节能改造和新建建筑的综合能源服务。在既有建筑节能服务方面，主要改造范围包括空调系统、通风系统、采暖系统、热水系统、照明系统、控制系统等；对于新建建筑节能服务，公司以“能源消费总量控制和系统能源效率”为控制目标，将节能目标贯彻到建设和运行的全过程。建筑节能收入模式包括约定合同能源管理服务、按照项目节能效益分成和按约定单价收取供冷/热费用三种。

图表 33 既有建筑节能服务示意图



资料来源：招股说明书，华创证券

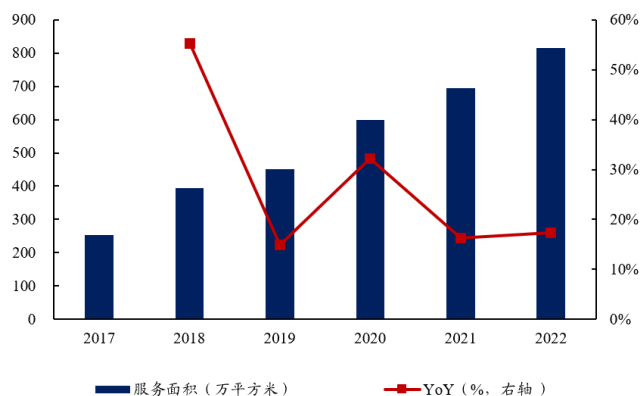
图表 34 新建建筑节能服务示意图



资料来源：招股说明书，华创证券

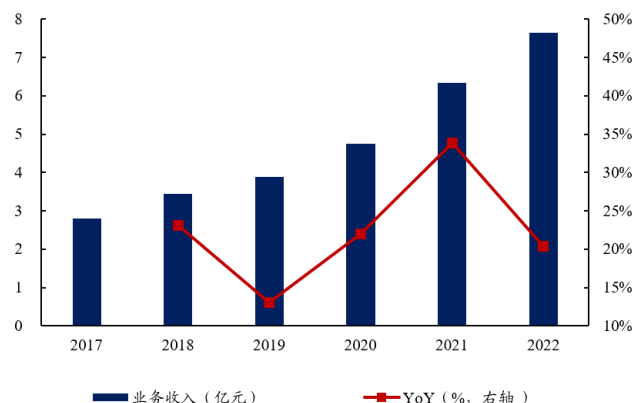
建筑节能服务面积及业务收入有望持续走高。公司充分发挥成熟领域示范项目引领效应，深耕公共建筑节能领域，服务面积增长率始终保持 10% 以上，2022 年底达到 816 万平方米。营收逐年增长，2017-2022 年业务收入 CAGR 为 22%。未来随着“双碳”目标及节能相关政策的提出和企业节能增效意识的不断提高，公司建筑节能业务有望长期保持高速增长。

图表 35 建筑节能服务面积稳定增长（万平方米）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 36 建筑节能业务收入持续走高（亿元）

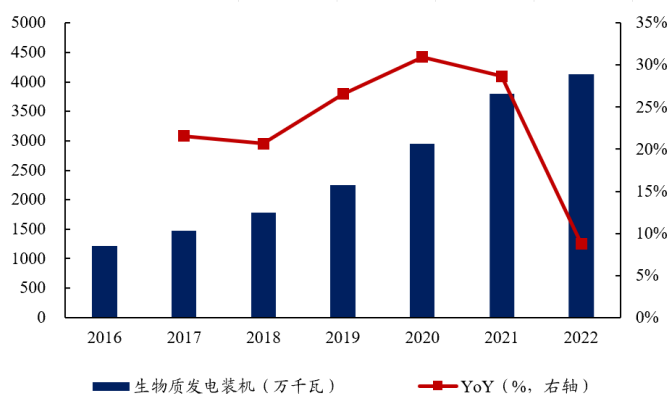


资料来源：公司公告，华创证券

五、生物质综合利用颇具潜力，农光互补有望快速增长

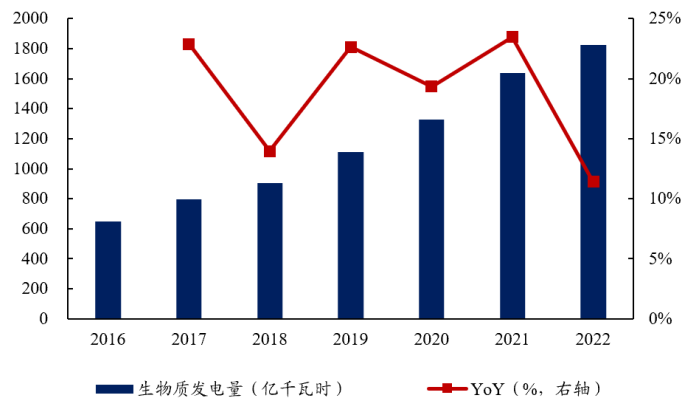
生物质综合利用业务颇具潜力。生物质综合利用是将秸秆、蔗渣、树皮、树枝等农林废弃物转换为电能或者热能等，是颇具潜力的可再生能源，近年来在“双碳”目标的催化下，国内装机量和发电量持续上行。公司的主要经营模式为自建农林废弃物再利用设施和农光互补电站，其中农林废弃物再利用主要通过建设发电设施实现农林废弃物发电，电量采取全额上网模式，与当地供电局签订《购售电合同》，电价统一执行农林生物质发电项目标杆上网电价（0.75元/kWh）。截至2022年底，公司管理的生物质综合利用项目4个，装机容量达115MW。

图表 37 国内生物质发电装机容量持续上行



资料来源：国家能源局，华创证券

图表 38 国内生物质发电量持续上行



资料来源：国家能源局，华创证券

农光互补项目储备充足，2023年装机有望快速增长。农光互补业务是指在农用地或未利用地上方搭建光伏电站以实现土地的充分利用，从而实现“一地二用，农光互补”。公司农光互补项目采取“全额上网”模式，上网电价与“全额上网”的分布式光伏项目相同，执行光伏标杆电价政策。据我们统计，截至2022年底，公司在运营的农光互补项目8个，装机容量达344MW；经决策拟开展项目4个，装机容量约379.14MW。根据公司历史数据，农光互补项目的建设周期在6-18个月，预计到2023-2024年装机量有望实现翻倍增长。

图表 39 公司现存农光互补项目

项目	装机量 (MW)	投产时间
广东梅州五华县30MW农光互补项目	30	2017年
贵州盘州市鹅毛寨一期农光项目	50	2017年
贵州盘州市鹅毛寨二期农光项目	30	2018年
云南曲靖师宗30MWp畜光互补项目	30	2018年
海南澄迈县永发镇20MW农光互补项目	20	2018年
浙江诸暨枫桥镇18MWp农光互补项目	18	2019年
贵州兴义市乌沙镇50MWp林光项目	50	2020年
贵州盘州市鹅毛寨三期农光项目	120	2020年
广西宾阳县一期150MW农光互补项目	150	在建

资料来源：公司公告，中国清洁发展机制基金，中国储能网新闻中心等，华创证券

公司综合资源利用业务覆盖范围目前仍集中于南网五省，未来将秉持适度开发理念。公司对未来综合资源利用业务发展做出如下规划：第一，聚焦可再生能源发电补贴压力较小的地区，开发具备客户用热稳定、补贴可落实的生物质热电联产项目；第二，在生物质燃气、液体燃料等非电利用领域加大研发力度，力求保持技术优势；第三，在光照条件好的地区有序布局水光、林光、农光等多种应用模式的新能源综合利用项目，在保证盈利能力的基础上推动业务规模增长；第四，结合实际情况适时参与碳排放或绿证交易等方式，增加项目收益及净现金流。

六、盈利预测

结合公司未来业务布局及 2022 年经营情况，我们做出如下核心假设：

工业节能业务：近年来沿海区域电力供需普遍偏紧，电价呈现走高趋势，工商业分布式光伏能为用户提供电价折扣降低其能源成本，同时在南网的强势加持下，公司分布式光伏增长速度有望不断加快。结合公司往期装机量、发电量、利用小时、度电成本及电价，我们预计公司 2023-2025 年工业节能业务收入为 16.25/25.11/36.57 亿元，同比增长 36.05%/54.46%/45.66%。

建筑节能业务：公司建筑节能业务经营情况稳定，我们假设其服务面积保持现有增长态势，2023-2025 年业务收入为 8.92/10.42/11.38 亿元，同比增长 16.61%/16.77%/9.3%，毛利率为 18.73% 保持不变。

综合资源利用业务：公司 2022 年生物质综合利用业务收成本上行影响较大，农光互补项目经营情况稳定，项目储备丰富。我们预计 2023-2025 年本部分业务收入为 7.70/9.77/10.84 亿元，同比增长 18.94%/26.82%/10.99%。

其他节能业务：城市照明节能业务、节能改造工程业务和节能咨询技术服务业务占营收体量较小，2022 年经营情况稳定，我们预计在未来三年内继续保持稳定增长态势，2023-2025 年三项业务合计收入为 3.06/3.24/3.43 亿元，同比增长 9.10%/5.75%/5.98%，毛利率分别为 37.05%/36.93%/36.81%。

图表 40 主营业务拆分（亿元）

	单位	2019A	2020A	2021A	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	亿元	15.08	20.09	26.00	28.88	35.94	48.53	62.23
YOY	%	23.73%	33.18%	29.43%	11.08%	24.44%	35.03%	28.23%
营业成本	亿元	9.31	11.96	15.49	18.08	20.35	25.49	31.14
YOY	%	22.94%	28.37%	29.55%	16.71%	12.59%	25.23%	22.16%
毛利率	%	38.26%	40.49%	40.43%	37.41%	43.37%	47.48%	49.97%
分业务经营情况								
工业节能业务								
营业收入	亿元	7.04	8.01	10.00	11.95	16.25	25.11	36.57
YOY	%	65.64%	13.77%	24.88%	19.50%	36.05%	54.46%	45.66%
营业成本	亿元	3.50	3.78	4.23	5.20	6.55	9.73	14.20
YOY	%	-	7.88%	11.96%	22.88%	26.16%	48.50%	45.93%
毛利率	%	-	52.83%	57.71%	56.51%	59.67%	61.23%	61.16%
建筑节能业务								
营业收入	亿元	3.89	4.74	6.35	7.65	8.92	10.42	11.38
YOY	%	12.88%	22.02%	33.81%	20.51%	16.61%	16.77%	9.30%
营业成本	亿元	2.98	3.46	4.68	6.22	7.13	7.98	8.72
YOY	%	16.79%	16.27%	35.20%	32.92%	14.71%	11.94%	9.30%
毛利率	%	23.48%	27.08%	26.32%	18.73%	18.73%	18.73%	18.73%
综合资源利用业务								
营业收入	亿元	1.38	3.64	6.32	6.48	7.70	9.77	10.84
YOY	%	377.14%	162.64%	73.62%	2.58%	18.94%	26.82%	10.99%
营业成本	亿元	0.70	2.16	4.09	4.84	4.74	5.73	6.04
YOY	%	533.33%	209.16%	89.73%	18.35%	-2.10%	20.88%	5.40%
毛利率	%	49.65%	40.73%	35.23%	25.28%	38.49%	41.38%	44.33%
其他业务								
营业收入	亿元	2.77	3.70	3.34	2.81	3.06	3.24	3.43
YOY	%	-	33.40%	-9.75%	-15.97%	9.10%	5.75%	5.98%
营业成本	亿元	2.14	2.56	2.49	1.82	1.93	2.04	2.17
YOY	%	-	19.82%	-2.75%	-26.86%	5.72%	5.95%	6.17%
毛利率	%	22.89%	30.74%	25.36%	35.03%	37.05%	36.93%	36.81%

资料来源：Wind，华创证券

估值：我们预计公司 2023-2025 年总体业务收入为 35.94/48.53/62.23 亿元，同比增长 24.44%/35.03%/28.23%；归母净利润分别为 8.68/13.23/17.85 亿元，同比增长 +57%/52%/35%。由于公司工商业分布式光伏业务增速显著快于可比公司，因此在可比公司 23 年估值水平的基础上给予一定溢价，给予公司 35x PE（溢价率 31%），对应公司总市值 304 亿元，目标价 8.02 元，较现在水平有 24%溢价空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 41 可比公司估值表

	21A	22A/E	23E	24E
芯能科技		38.45	27.66	21.76
晶科科技	68.39	42.11	25.77	20.53
均值		40	27	21

资料来源：Wind，华创证券

七、风险提示

政策推进不及预期；项目推进进度不及预期；弃光限电风险加剧；业务拓展不达预期等。

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	789	818	1,102	1,420
应收票据	40	83	97	115
应收账款	2,305	2,470	3,474	4,565
预付账款	29	31	40	51
存货	139	102	121	463
合同资产	0	6	9	463
其他流动资产	239	658	799	188
流动资产合计	3,541	4,168	5,642	7,265
其他长期投资	1	2	2	3
长期股权投资	675	675	675	675
固定资产	8,514	11,611	16,177	22,017
在建工程	1,887	2,578	3,274	3,972
无形资产	92	83	75	67
其他非流动资产	657	655	654	652
非流动资产合计	11,826	15,604	20,857	27,386
资产合计	15,367	19,772	26,499	34,651
短期借款	500	572	644	716
应付票据	6	215	216	222
应付账款	1,049	1,707	1,969	2,211
预收款项	0	0	0	0
合同负债	31	38	52	67
其他应付款	670	670	670	670
一年内到期的非流动负债	556	556	556	556
其他流动负债	100	149	221	294
流动负债合计	2,912	3,907	4,328	4,736
长期借款	3,905	6,325	11,205	16,980
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,498	1,498	1,498	1,498
非流动负债合计	5,403	7,823	12,703	18,478
负债合计	8,315	11,730	17,031	23,214
归属母公司所有者权益	6,463	7,331	8,653	10,437
少数股东权益	589	711	815	1,000
所有者权益合计	7,052	8,042	9,468	11,437
负债和股东权益	15,367	19,772	26,499	34,651

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,217	2,061	1,708	2,543
现金收益	1,415	1,819	2,622	3,576
存货影响	-68	36	-18	-51
经营性应收影响	-363	-174	-991	-1,083
经营性应付影响	231	867	263	247
其他影响	1	-488	-167	-147
投资活动现金流	-2,321	-4,356	-6,116	-7,680
资本支出	-1,903	-4,381	-6,071	-7,662
股权投资	-25	0	0	0
其他长期资产变化	-393	25	-45	-18
融资活动现金流	1,065	2,324	4,692	5,455
借款增加	660	2,492	4,952	5,847
股利及利息支付	-297	-271	-363	-495
股东融资	120	120	120	120
其他影响	582	-17	-17	-17

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
营业收入	2,888	3,594	4,853	6,223
营业成本	1,808	2,035	2,549	3,114
税金及附加	8	8	11	15
销售费用	40	49	67	85
管理费用	170	211	285	366
研发费用	5	6	8	11
财务费用	231	264	354	486
信用减值损失	-33	-33	-33	-33
资产减值损失	-37	-37	-37	-37
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	103	103	103	103
其他收益	20	20	20	20
营业利润	679	1,065	1,624	2,192
营业外收入	3	4	3	3
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	680	1,067	1,625	2,193
所得税	73	115	174	235
净利润	607	952	1,451	1,958
少数股东损益	54	84	128	173
归属母公司净利润	553	868	1,323	1,785
NOPLAT	813	1,188	1,767	2,391
EPS(摊薄) (元)	0.15	0.23	0.35	0.47

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	11.1%	24.4%	35.0%	28.2%
EBIT 增长率	12.3%	46.1%	48.8%	35.3%
归母净利润增长率	16.8%	56.8%	52.3%	35.0%
获利能力				
毛利率	37.4%	43.4%	47.5%	50.0%
净利率	21.0%	26.5%	29.9%	31.5%
ROE	8.6%	11.8%	15.3%	17.1%
ROIC	7.5%	8.5%	9.0%	9.0%
偿债能力				
资产负债率	54.1%	59.3%	64.3%	67.0%
债务权益比	91.6%	111.3%	146.8%	172.7%
流动比率	1.2	1.1	1.3	1.5
速动比率	1.2	1.0	1.3	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转天数	262	239	220	233
应付账款周转天数	204	244	260	242
存货周转天数	21	21	16	17
每股指标(元)				
每股收益	0.15	0.23	0.35	0.47
每股经营现金流	0.32	0.54	0.45	0.67
每股净资产	1.71	1.94	2.28	2.76
估值比率				
P/E	48	30	20	15
P/B	4	4	3	3
EV/EBITDA	21	17	11	8

环保与公用事业组团队介绍

组长、首席分析师：庞天一

吉林大学工学硕士。2017年加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名。

助理研究员：霍鹏浩

阿姆斯特丹大学量化金融硕士。2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：刘汉轩

英国帝国理工学院理学硕士。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
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@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	zhangjian1@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@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(基准指数沪深 300)

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