

# 新风光 (688663)

证券研究报告

2022年11月08日

## SVG 逆风凸显阿尔法，储能高压级联放量

### 高压侧技术积累雄厚，进军储能赛道未来可期

新风光深耕电力电子设备领域积累 30 年研发制造经验，主要产品为 SVG、变频器、高压级联储能系统等。公司 21 年成功登陆科创板，上市后新老业务齐发力，21 年推出与高压 SVG 拓扑结构同源的高压级联储能产品，进军储能领域，完成储能产品源网荷全线布局，22 年 SVG 实现小容量市场突破，并组建低压变频器团队。

### SVG 业务逆风凸显 $\alpha$ ，行业天花板不断打开

- 1) 盈利见底。价格战影响下，22H1 公司 SVG 业务毛利率 24.5%，较 21 年下降 2.3pp。对比思源 SVG 业务 22H1 毛利率 20.7%，较 21 年下降 9.6pp。考虑 SVG 价格触底和大宗降价预期，公司毛利率有望趋稳甚至回升。
- 2) 工商业加持，小容量 SVG 凸显阿尔法。22H1 公司 SVG 逆风增长 33%，可比公司思源 SVG 收入同比下滑 11%，原因是部分分布式电站也开始配置 SVG（以减小波动性电源对电网的冲击），公司抓住先机，实现 5MW 以下小容量 SVG 销量增速接近 90%。
- 3) 地面电站放量，打开市场空间。23Q1 硅料产能释放有望带动硅料价格下行，推动国内地面电站放量。目前电网对地面电站 SVG 容量配比要求为 10%-25%，而公司 SVG 下游应用 7 成在新能源，未来有望保持 30%+ 增速。

### 高成长赛道叠加新技术渗透率提升，储能业务放量可期

- 1) 高压级联有望成为主流，公司储能业务高弹性。由于省变压器&省电芯，相同输出容量，高压级联较传统方案经济性高 10%。公司高压级联技术成熟，22H1 储能收入 0.68 亿（远超去年全年的 0.32 亿），公司 22 年订单目标 4.0-5.0 亿。
- 2) 股东背景雄厚，享山东地缘优势。山东新能源装机和储能发展均位居全国前列，公司背靠山东能源集团，作为集团新能源核心设备供应商，可享股东资源&地缘红利。

**投资建议：**假设公司 22-24 年 SVG 收入增速 39%/54%/30%，储能业务收入 3.0/7.5/11.3 亿元，期间费用率 16.0%/15.5%/15.0%；预计公司 22-24 年归母净利润 1.48/2.09/3.00 亿元，分别对应 46/33/23 倍 PE，考虑到公司处在快速成长期，我们给予公司 23 年 42 倍 PE 估值，对应目标价 62.58 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**市场竞争加剧风险、我国新能源装机增速不及预期风险、费用控制不及预期风险、原材料价格波动风险、测算主观性风险、近期股价波动较大风险。

### 投资评级

行业	电力设备/电网设备
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	49 元
目标价格	62.58 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	139.95
流通 A 股股本(百万股)	86.42
A 股总市值(百万元)	6,857.55
流通 A 股市值(百万元)	4,234.60
每股净资产(元)	7.81
资产负债率(%)	43.85
一年内最高/最低(元)	71.38/19.26

### 作者

孙潇雅 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520080009  
sunxiaoya@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	843.94	942.81	1,504.41	2,541.32	3,488.71
增长率(%)	33.70	11.72	59.57	68.92	37.28
EBITDA(百万元)	150.26	150.52	170.38	239.36	343.19
归属母公司净利润(百万元)	106.72	116.08	148.30	208.58	299.79
增长率(%)	2.09	8.77	27.76	40.65	43.73
EPS(元/股)	0.76	0.83	1.06	1.49	2.14
市盈率(P/E)	64.26	59.07	46.24	32.88	22.87
市净率(P/B)	12.53	6.44	5.97	5.44	4.81
市销率(P/S)	8.13	7.27	4.56	2.70	1.97
EV/EBITDA	0.00	40.68	38.20	28.34	20.44

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 高压侧技术积累雄厚，进军储能赛道开拓第二成长曲线	4
2. SVG 业务逆风凸显 $\alpha$ ，行业天花板不断打开	8
2.1. 盈利见底，毛利率有望趋稳回升	8
2.2. 工商业加持，小容量 SVG 凸显阿尔法	10
2.3. 地面电站放量，打开市场空间	10
3. 高成长赛道叠加新技术渗透率提升，储能业务放量可期	13
3.1. 高压级联有望成为主流，公司储能业务高弹性	13
3.2. 股东背景雄厚，享山东地缘优势	14
4. 盈利预测	15
5. 风险提示	17

## 图表目录

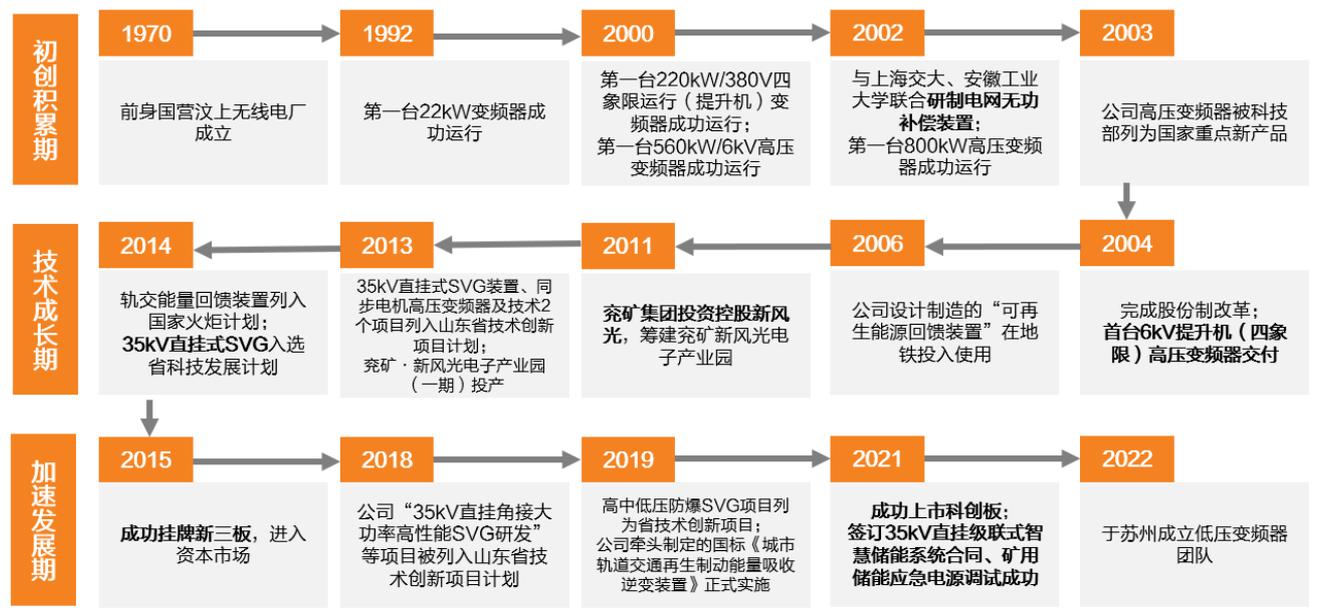
图 1：新风光发展历程	4
图 2：公司股权结构（截至 22Q3 末）	5
图 3：公司 22Q1-3 营业收入较快增长	5
图 4：公司 22Q1-3 归母净利润增速受疫情影响有所下滑	5
图 5：公司 SVG 和变频器业务收入逐年稳步增长（亿元）	6
图 6：22H1 储能业务收入占比快速增至 14.1%	6
图 7：高压 SVG 与高压级联储能的拓扑结构均为星形 H 桥结构	6
图 8：公司实现高低压及源网荷端全线储能产品布局	6
图 9：2020 年后公司毛利率受价格战影响有所下滑	7
图 10：公司期间费用率持续下降	7
图 11：2017-2022Q1-3 公司销售费用率稳定下降	7
图 12：部分细项销售费用率同比变化值	7
图 13：公司 SVG 产品销量逐年稳步增长	8
图 14：2021 年以来公司 SVG 平均单价大幅下降	8
图 15：四方股份 SVG 相关业务毛利率大幅下滑至 12.8%（2022H1）	9
图 16：22 年以来取向硅钢价格持续上涨	9
图 17：22 年下半年铜价及铝价呈高位下滑趋势	9
图 18：22H1 新风光 SVG 收入同比增长 32.9%	10
图 19：22H1 新风光 SVG 业务毛利率较思源电气高 3.8pp	10
图 20：新风光高压 SVG 按行业收入分布情况	11
图 21：21 年公司新能源行业产品收入占主营业务收入比例近 5 成	11
图 22：2020 年我国集中式风光电站新增装机量同比上升 139%	11
图 23：2020 年新风光 SVG 收入同比增长 64.4%	11
图 24：国产多晶硅料价格 21 年以来不断攀升	11

图 25: 2022 年国内高压 SVG 行业市场规模约为 56.35 亿元.....	12
图 26: 主要的三种大型储能系统方案对比.....	13
图 27: 山东省累计风光装机位居全国前列.....	14
图 28: 山东省十四五新能源规划新增装机位居全国前列.....	14
图 29: 山东 22 年首批储能示范项目规模达 3.1GW.....	15
图 30: 山东十四五新型储能装机目标为 5GW.....	15
图 31: 新风光是山东能源集团内部新能源核心设备供应商.....	15
表 1: 公司主营业务构成.....	4
表 2: 随着营收增加, 公司利润对期间费用率的敏感程度越来越高.....	7
表 3: 同行业公司费用率对比.....	8
表 4: 公司主要原材料采购占比.....	9
表 5: 新风光和思源电气 SVG 应用领域及技术特点对比.....	10
表 6: 新风光 SVG 收入及市占率预测.....	12
表 7: 高压级联项目不完全统计.....	13
表 8: 公司盈利预测.....	16
表 9: 可比公司 PE 估值 (根据 Wind 一致预期, 2022 年 11 月 7 日收盘价).....	16

## 1. 高压侧技术积累雄厚，进军储能赛道开拓第二成长曲线

新风光深耕电力电子设备领域积累 30 年研发制造经验，于 2021 年 4 月科创板上市。新风光是世界 500 强山东能源集团旗下专注于研制大功率电气控制设备的高新技术企业。公司前身国营汶上无线电厂成立于 1970 年，于 2004 年完成股份制改革，2015 年成功挂牌新三板，2021 年实现科创板上市。公司高压 SVG、高压变频器产品技术和市场份额均保持行业领先，21 年上市后公司进军储能领域，凭借高压侧技术积累推出了以高压级联为代表的源网荷全系列储能产品。

图 1：新风光发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

公司主要产品为 SVG、变频器、高压级联储能系统等，SVG 收入占比近 5 成。公司业务主要包括电机驱动与节能控制、电能质量治理、轨道交通高端装备、煤矿防爆和智能控制装备、智慧储能装备等五大板块，广泛应用于电力、煤炭、水泥、冶金、采矿、轨道交通、光伏发电、风力发电、石油、化工、市政等领域。

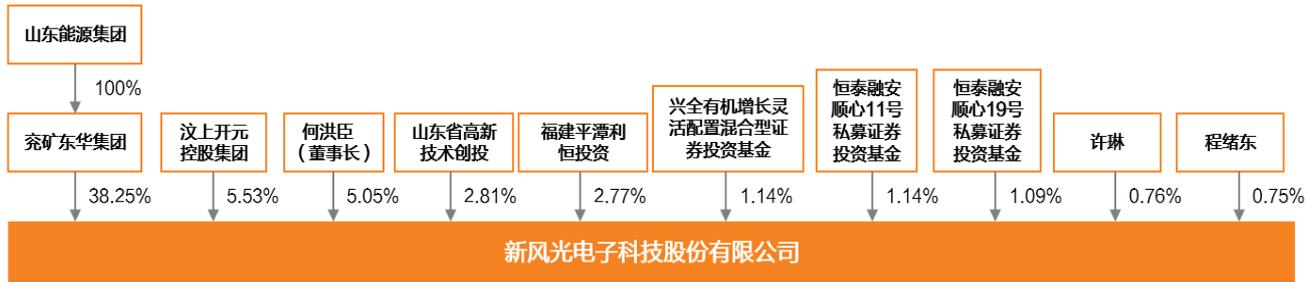
表 1：公司主营业务构成

业务类别	主要产品	主营业务收入及占比（亿元）		毛利率	
		21A	22H1	21A	22H1
电能质量监测与治理类	中高压 SVG、低压 SVG 等	5.44 (58.1%)	2.29 (47.6%)	27.2%	24.5%
电机驱动与控制类	高压变频器、低压变频器等	2.97 (31.7%)	1.19 (24.7%)	27.0%	27.9%
储能产品	高压级联系统、逆变升压一体机等	0.32 (3.4%)	0.68 (14.1%)	12.6%	11.6%
高端变流器类	轨道交通能量回馈装置等	0.17 (1.8%)	0.33 (6.9%)	24.9%	43.4%
煤矿智能控制装备	矿用防爆变频器	0.004 (0.0%)	0.07 (1.5%)	16.6%	-
其他主营业务	产品配件、功率单元、滤波补偿装置等	0.46 (4.9%)	0.25 (5.2%)	58.5%	-

资料来源：公司公告，Wind，上证路演中心，天风证券研究所

公司大股东为山东能源集团，董事长持股比例超 5%。公司实际控制人为山东省国资委，第一大股东为山东能源集团旗下兖矿东华集团，持股比例为 38.25%。公司董事长何洪臣 1993 年加入公司，持股比例为 5.05%。22 年 6 月公司发布公告称，山东能源集团拟将兖矿东华集团持有的 38.25%新风光股权无偿划转至山东能源集团新能源有限公司。

图 2：公司股权结构（截至 22Q3 末）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**新老业务齐发力，22 年前三季度营收利保持较快增长。**公司营业收入从 2017 年 4.3 亿元稳步增长至 2021 年 9.4 亿元，CAGR 约 21.6%，归母净利润从 2017 年的 0.72 亿元增长至 2021 年 1.16 亿元，CAGR 约 12.6%。2022 上半年受益于小容量 SVG 销量增长较快、储能业务实现高速增长，以及公司费用率同比下降较多，公司营收和归母净利润均实现大幅增长（22H1 营收同比 48+%、利润同比 37%）；第三季度受疫情全国多点散发的影响，公司发货及收入确认受到较大影响，致使前三季度营收及归母净利润增速（22Q3 营收同比 28+%、利润同比 2+%）有所下滑；预计随着四季度发货节奏加快，公司营收及利润增速或仍能保持较快增长。

图 3：公司 22Q1-3 营业收入较快增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司 22Q1-3 归母净利润增速受疫情影响有所下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

历年公司 SVG 和变频器两大传统业务收入占比合计保持在 9 成左右。

**SVG 业务受新能源装机增速影响较大。**公司 SVG 产品在新能源应用的比例约 7 成，所以受新能源电站投建速度影响较大，20 年公司 SVG 收入大幅增长 65.7%的原因是平价抢装带动我国 20 年陆风装机大幅增长 189%；22 年上半年公司实现小容量 SVG 销量增长接近 90%，带动 SVG 整体收入逆风增长 32.9%。

**变频器业务增速和传统制造业需求紧密相关。**由于公司高压变频器主要应用场景为电力工业、油气钻采、石化工业等传统大型制造业，所以受 20 年及 22H1 疫情影响，传统行业需求不足导致公司变频器业务收入分别下滑 5.4%/5.4%；而 21 年公司变频器业务实现 55.2%，大幅增长的原因是大宗商品涨价带来的传统行业需求向好以及公司变频器 21 年进入冶金行业，取得大量订单。22 年 6 月公司于苏州组建团队发力低压变频器业务。

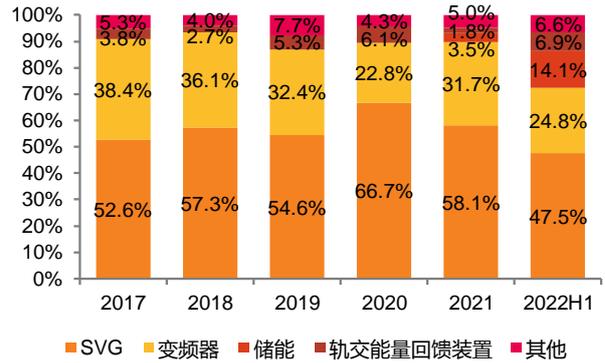
**储能业务处于起步阶段，后续收入弹性较大。**22H1 公司储能业务实现收入 0.68 亿元，超过公司 21 年全年储能收入 0.32 亿元的 2 倍，营收占比从 21 年的 3.5%快速增长至 22H1 的 14.1%。

图 5：公司 SVG 和变频器业务收入逐年稳步增长（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

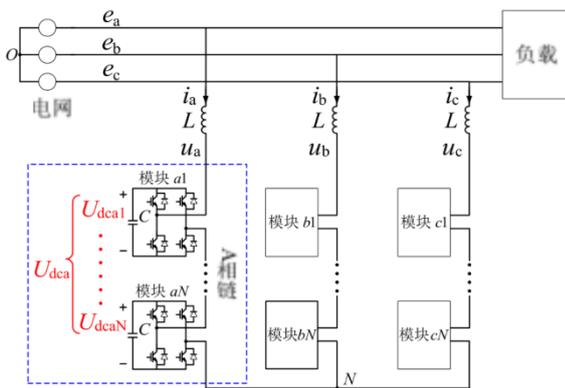
图 6：22H1 储能业务收入占比快速增至 14.1%



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司从与 SVG 拓扑结构同源的高压级联系统切入储能领域，实现源网荷端全线储能产品布局。公司凭借在高压侧多年的技术积累，在 21 年推出了与高压 SVG 拓扑结构同源的高压级联储能系统解决方案，进军储能领域。公司 21 年上市募资 5.9 亿元，其中 1.5 亿元投入变频器和 SVG 项目，建设期 3 年，建成后变频器和 SVG 产能将提升至 4000 台/1000 台；1.0 亿元投入储能 PCS 产品研发及产业化，建设期 3 年，建成后将形成 900 台 PCS 产能。据公司官网截至 2022 年 11 月，公司已实现以高压级联为代表的源网荷端储能产品全线布局。

图 7：高压 SVG 与高压级联储能的拓扑结构均为星形 H 桥结构



资料来源：《星形级联 H 桥 STATCOM 关键技术研究》(陆道荣，2018 年)，天风证券研究所

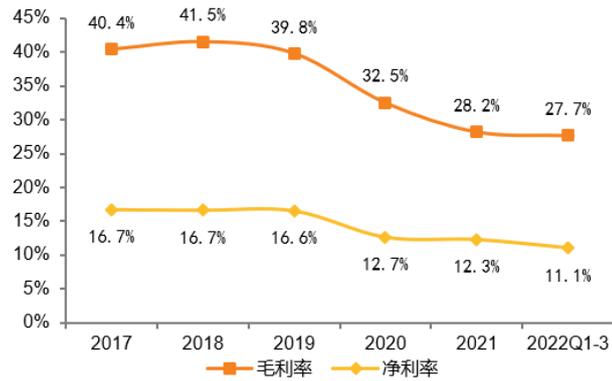
图 8：公司实现高低压及源网荷端全线储能产品布局



资料来源：公司官网，天风证券研究所

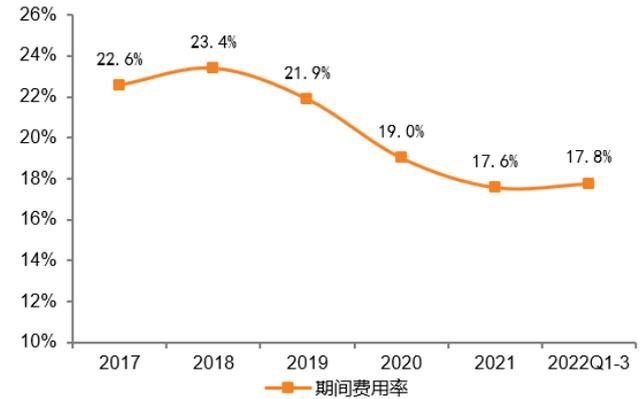
优秀的费用管控部分抵消了毛利率下滑对公司盈利能力的影响。我们认为 2020 年以来公司毛利率下滑的原因有三：1) 来自 SVG 行业竞争加剧导致的产品单价下降；2) 会计政策变更，将运输和装卸费用从销售费用移至营业成本；3) 毛利率较低的储能业务占比提升。但受益于公司对期间费用的良好管控，公司净利率降幅较小，22Q1-3 公司毛利率较 19 年下降 12.1pp，而净利率仅下降 5.5pp。

图 9：2020 年后公司毛利率受价格战影响有所下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

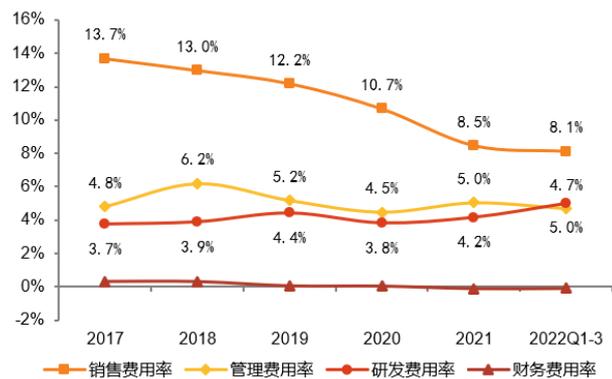
图 10：公司期间费用率持续下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

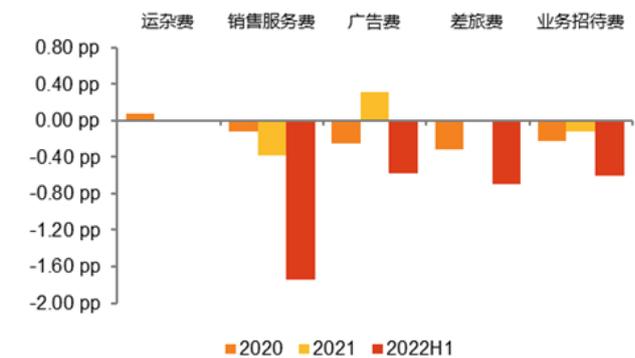
**管理及研发费用率保持稳定，销售费用管控是关键。**对公司期间费用拆解后发现，近年来公司管理和研发费用率保持稳定，对于销售费用的管控是整体期间费用率下降的关键。2020 年后公司销售费用下降，一方面是因为会计政策变更，将运输和装卸费用从销售费用移至营业成本，该变动对于对 20 年和 21H1 销售费用率影响分别为 1.3%/2.5%；另一方面是因为销售费用细项中销售服务费、差旅费、广告费、业务招待费下降较多。

图 11：2017-2022Q1-3 公司销售费用率稳定下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：部分细项销售费用率同比变化值



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**后续费用变化值得关注，预计公司期间费用率或可降至 15%左右。**优秀的费用管控是公司管理能力的体现，我们认为 22H1 公司费用率同比下降 8.3pp 是帮助公司在 22H1 毛利率同比下滑 5.9pp 的情况下实现归母净利润同比大幅上升 36.9%的关键因素之一。在对公司未来业绩预测的过程中我们发现随着营收规模不断扩大，公司利润对期间费用率的敏感性越来越高，所以我们需要找到公司费用率中短期的底部界限，尤其需要关注储能收入占比不断提升对公司费用率的影响。通过与思源电气、金盘科技等同行优秀公司费用率的对比，我们预计未来公司的期间费用率或可降至 15%左右。

表 2：随着营收增加，公司利润对期间费用率的敏感程度越来越高

不同的营业收入假设 (亿元)	不同的期间费用率假设					
	15.6%	17.6%	19.6%	21.6%	23.6%	25.6%
9.43	15%	1%	-14%	-28%	-42%	-57%
11.93	38%	20%	2%	-16%	-34%	-53%
14.43	61%	39%	17%	-5%	-27%	-49%
16.93	84%	58%	33%	7%	-19%	-45%
19.43	107%	78%	48%	19%	-11%	-41%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：以 2021 年经营数据为基准，表内加粗项为 2021 年真实情况，因小数位数产生微量误差

表 3: 同行业公司费用率对比

	2020	2021H1	2021	2022H1
新风光	19.0%	24.7%	17.6%	16.5%
思源电气	14.7%	12.4%	14.3%	11.0%
智光电气	18.6%	21.1%	21.2%	22.1%
金盘科技	14.8%	14.7%	14.9%	12.0%
汇川技术	21.0%	18.6%	19.7%	20.7%
合康新能	31.9%	28.9%	26.4%	23.3%
四方股份	34.2%	26.5%	24.2%	24.5%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2. SVG 业务逆风凸显 $\alpha$ ，行业天花板不断打开

### 2.1. 盈利见底，毛利率有望趋稳回升

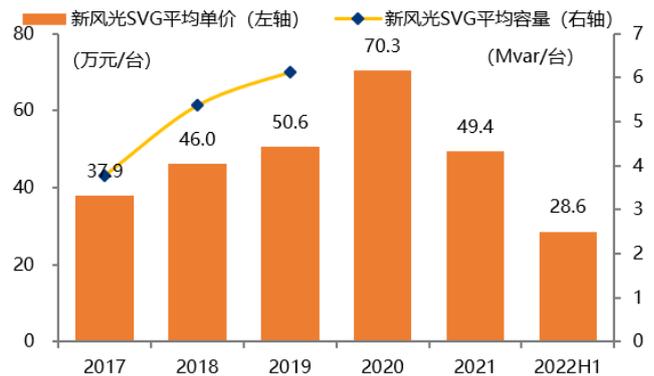
市场竞争加剧导致公司 SVG 产品价格不断下降。2021 年以来公司 SVG 平均单价呈大幅下滑趋势，21 年单台价格为 49.4 万元/台，同比下降 29.7%，22 年上半年单台价格为 28.6 万元/台，较 21 年下降 42.2%，主要系市场竞争加剧所致。

图 13: 公司 SVG 产品销量逐年稳步增长



资料来源: 公司公告, 同花顺 iFinD, 天风证券研究所

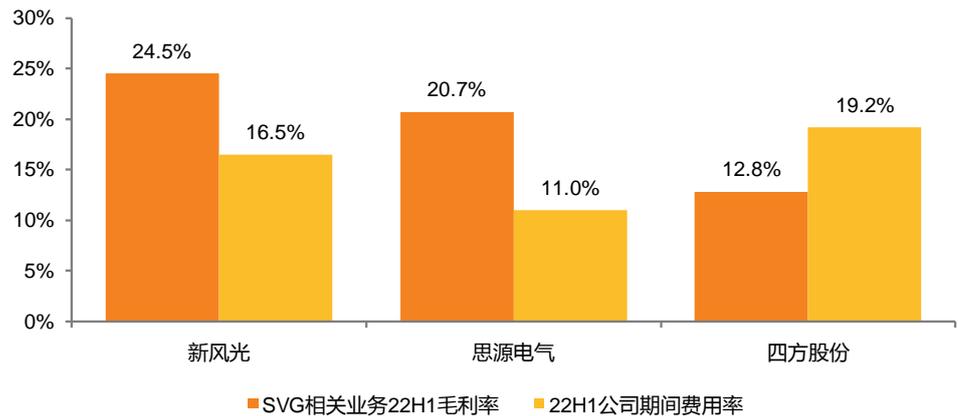
图 14: 2021 年以来公司 SVG 平均单价大幅下降



资料来源: Wind, 天风证券研究所

从可比公司 SVG 业务毛利率及期间费用率看，SVG 价格后续下降空间不大。22H1 新风光和思源电气 SVG 业务毛利率分别为 24.5%/20.7%，公司整体期间费用率为 16.5%/11.0%，两者毛利率与期间费用率之差在 8%-10%之间，行业利润空间已压缩至低位水平，市场正逐步出清；四方股份 SVG 相关业务“电力电子应用系统产品”毛利率仅 12.8%，同比下降 18.0pp，低于其同期期间费用率，该毛利率水平下公司将持续亏损，或将难以长期维持。

图 15：四方股份 SVG 相关业务毛利率大幅下滑至 12.8%（2022H1）



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

SVG 直接材料成本占比超过 90%，其成本受大宗价格影响较大。SVG 成本主要由变压器、功率模块（IGBT）、电子元器件（薄膜电容）、温控设备、壳体组成，其中直接材料成本占比在 90%以上。而对于一般的电力变压器来讲，硅钢占原材料总成本的 35%，铜占 30%，绝缘材料占 15%，板材占 10%，其他材料占 10%。变压器是料重工轻的行业，材料成本占到整个产品最终成本价格的 60%以上。

表 4：公司主要原材料采购占比

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
变压器	23.8%	20.2%	19.6%	16.3%
功率模块	12.5%	14.9%	15.3%	22.1%
电容	10.5%	9.8%	9.0%	7.6%
结构件	10.6%	10.9%	10.4%	11.1%
壳体	11.5%	10.1%	9.0%	7.2%
水冷设备	0.4%	4.8%	7.8%	9.2%
其他	30.8%	29.4%	28.9%	26.5%

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

考虑到 SVG 价格触底和大宗降价预期，我们预计 SVG 毛利率有望趋稳回升。以变压器为例，其主要原材料为取向硅钢、铜和铝等。其中，取向硅钢的价格自 21 年起持续上涨，截至 22 年 6 月，取向硅钢价格较 21 年初涨幅超 30%；铜的现货价格自 2022 年二季度以来高位下跌，22 年 10 月现货均价较 22 年 1 月的现货均价下降 9.4%左右；铝的现货价格呈先涨后跌态势。预计未来随着大宗价格回落，在价格企稳的基础上，公司 SVG 业务毛利率有望趋稳回升。

图 16：22 年以来取向硅钢价格持续上涨



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：22 年下半年铜价及铝价呈高位下滑趋势

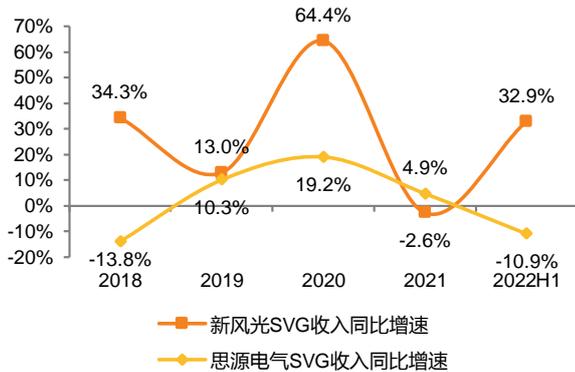


资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

## 2.2. 工商业加持，小容量 SVG 凸显阿尔法

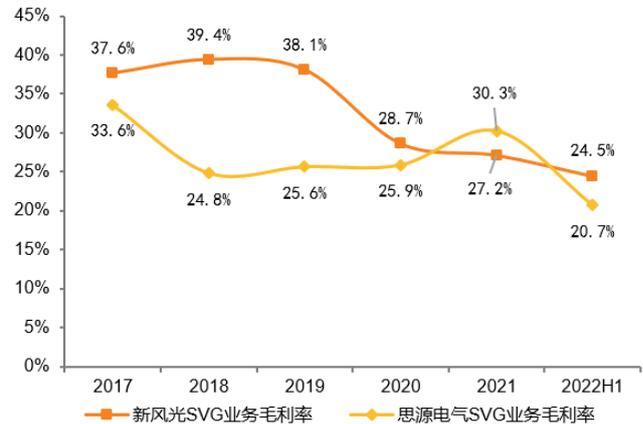
不管是从 SVG 收入增速还是从毛利率看，新风光显著优于可比公司。由于在产品集成度和功率密度上的优势，17-19 年公司 SVG 毛利率保持在较高水平，20 年以后受市场竞争加剧影响毛利率有所下滑，而 22 年上半年得益于毛利率更高的小容量 SVG 产品销量增长接近 90%，公司 SVG 业务整体毛利率为 24.5%，较思源电气高 3.8pp。

图 18：22H1 新风光 SVG 收入同比增长 32.9%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：22H1 新风光 SVG 业务毛利率较思源电气高 3.8pp



资料来源：Wind，上证路演平台官网，天风证券研究所

## 2.3. 地面电站放量，打开市场空间

公司 SVG 产品在新能源和煤矿等应用领域有较强优势。新风光 SVG 产品在光伏、风电等新能源行业应用较多，其中光伏行业优势较大，同时受益于股东兖矿集团，公司 SVG 产品在煤矿行业也有一定优势，而可比公司思源电气 SVG 产品则在冶金和电力系统输电领域有优势。

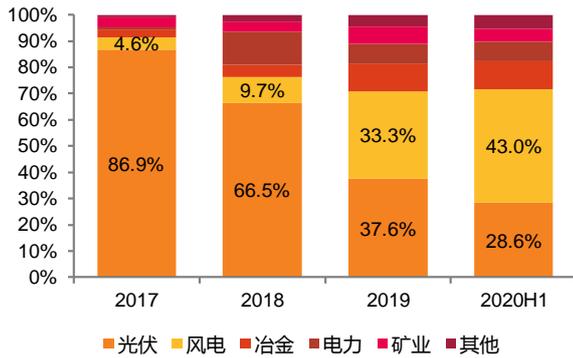
表 5：新风光和思源电气 SVG 应用领域及技术特点对比

公司名称	SVG 应用领域	技术特点
新风光	应用于光伏、风电等新能源行业，其中光伏行业优势较大；应用于冶金、煤矿、化工等传统行业，在煤矿行业有一定优势；冶金行业近些年进步明显；在轨道交通等新兴行业也有应用。	功率范围覆盖广泛，应用领域宽。整机采用模块化设计思路，生产效率高；控制系统模块化，谐波小，精准调试；功率单元密封性好，环境适应性强；整体运输，方便安装。生产、研发与高压变频器共平台，具备研发优势。技术水平在行业内处于较为领先的水平。
思源电气	基于其之前在电容器的市场基础，在冶金行业有优势；思源电气在电网系统内部是老牌供应商，因此在电力系统输电领域也有优势。	传统的 SVG 生产企业，在电气领域具有先入优势。在海上风电细分市场业绩较多，超大功率 SVG 产品技术特点突出。

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

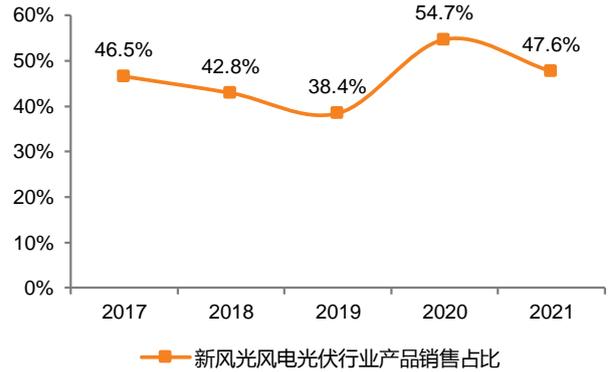
公司 SVG 产品在风电、光伏行业的应用超 7 成。从公司高压 SVG 按行业收入分布来看，2017-2020H1 期间光伏和风电行业合计占比均保持在 70%以上；从公司新能源行业产品收入占主营业务收入比例来看，20 年和 21 年公司新能源行业主营业务收入占比分别为 54.7%/47.6%。

图 20：新风光高压 SVG 按行业收入分布情况



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

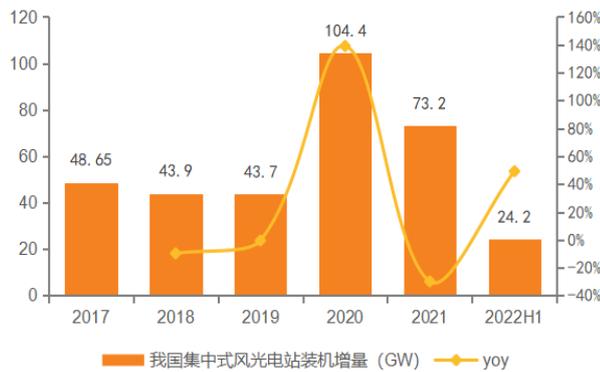
图 21：21 年公司新能源行业产品收入占主营业务收入比例近 5 成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

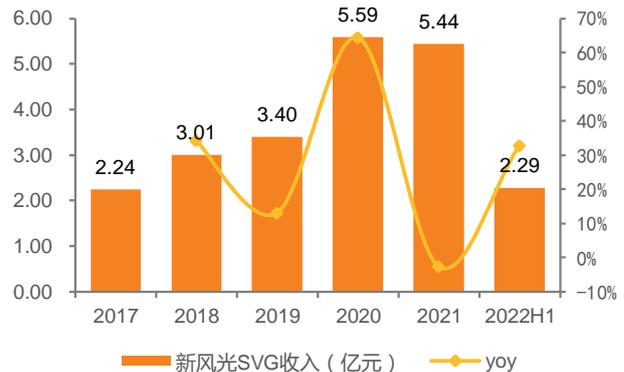
公司 SVG 收入增速和我国新能源装机增速呈高度正相关。风电和光伏行业的景气度直接影响公司 SVG 产品的需求量，尤其是 2020 年光伏和陆风由于平价抢装，当年我国集中式风光电站装机增量达到 104.4GW，同比增长 139%，同年新风光 SVG 业务录得收入 5.59 亿元，大幅增长 64.4%。

图 22：2020 年我国集中式风光电站新增装机量同比上升 139%



资料来源：国家能源局，天风证券研究所

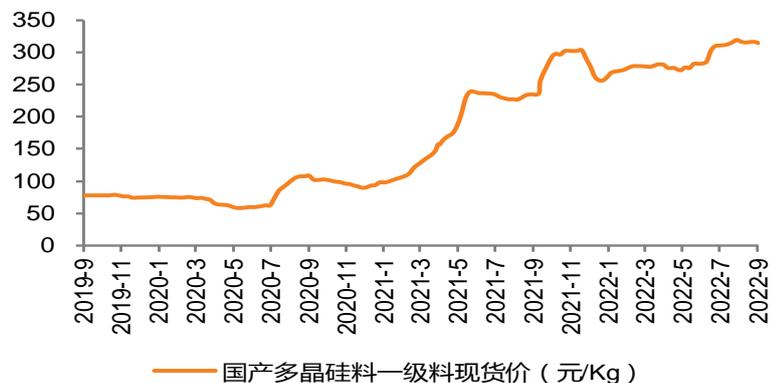
图 23：2020 年新风光 SVG 收入同比增长 64.4%



资料来源：公司公告，公司招股说明书，天风证券研究所

23Q1 硅料产能释放有望带动硅料价格下行，推动国内地面电站放量。21 年以来硅料价格不断攀升，22 年 7 月国产多晶硅料价格突破 310 元/Kg，较 21 年初上涨 236%。硅料价格高企导致 22H1 我国集中式风光电站新增装机量同比增速仅 49%。预计未来随着硅料供给的持续宽松，23 年硅料产能释放有望带动国内光伏装机快速增长。

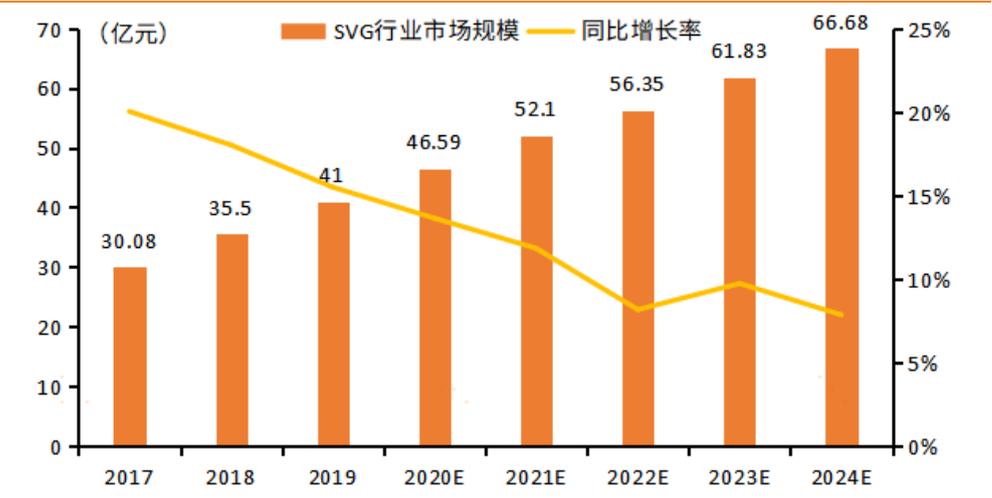
图 24：国产多晶硅料价格 21 年以来不断攀升



资料来源：Wind，天风证券研究所

随着未来新能源装机增量不断扩大，我国 SVG 市场规模有望加速增长。根据国家能源局数据，2021 年全国风电/太阳能发电装机容量分别为 3.28/3.06 亿千瓦，同增 16.7%/20.9%；2020 年全国新增风力/太阳能发电装机容量分别 0.72/0.48 亿千瓦，同增 178.4%/60.1%。国内新能源市场的快速发展为公司 SVG 业务拓展提供了广阔的市场空间。除新能源领域外，SVG 产品亦广泛应用于冶金、电力、矿山、化工、水泥等传统领域。根据智研咨询的《2020-2026 年中国高压 SVG 行业调查与发展趋势研究报告》，其预计 2022 年国内高压 SVG 行业市场规模为 56.35 亿元，同增 8.2%，预计 2023/2024 年国内高压 SVG 行业市场规模将分别达到 61.83/66.68 亿元。

图 25：2022 年国内高压 SVG 行业市场规模约为 56.35 亿元



资料来源：智研咨询，公司招股说明书，天风证券研究所

公司在 SVG 新能源及分布式小容量领域的优势有望带动公司综合市占率不断提升。公司 SVG 产品在新能源应用领域的优势较为明显，经我们测算，2021 年公司 SVG 新能源行业 and 传统行业市占率分别为 33.2%/4.6%，公司 SVG 综合市占率为 10.5%。由于 SVG 新能源市场增速和分布式 SVG 需求增速高于整体市场增速，预计未来公司在新能源和小容量领域的优势有望带动公司 SVG 综合市占率的持续提升。

表 6：新风光 SVG 收入及市占率预测

按行业拆分	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
新风光 SVG 收入 (亿元)	3.0	3.4	5.6	5.4	7.5	11.6	15.1
新风光 SVG 收入-新能源 (亿元)	2.3	2.4	4.0	3.5	5.3	8.1	10.6
新风光 SVG 收入-传统行业 (亿元)	0.7	1.0	1.6	1.9	2.3	3.5	4.5
新风光 SVG 综合市占率	8.5%	8.3%	12.0%	10.5%	12.5%	16.8%	19.6%
新风光 SVG-新能源市占率	26.7%	31.4%	24.5%	33.2%	34.0%	41.1%	45.2%
新风光 SVG-传统行业市占率	2.7%	3.0%	5.3%	4.6%	5.1%	7.1%	8.4%
按容量大小拆分	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
新风光 SVG 收入 (亿元)	3.0	3.4	5.6	5.4	7.5	11.6	15.1
新风光 SVG 收入-大容量 (亿元)	3.0	3.4	5.6	4.8	6.0	9.6	12.9
新风光 SVG 收入-小容量 (亿元)	0.0	0.0	0.0	0.7	1.5	2.0	2.2
新风光 SVG 综合市占率	8.5%	8.3%	12.0%	10.5%	12.5%	16.8%	19.6%
新风光 SVG-大容量市占率	9.1%	8.6%	12.3%	9.6%	10.8%	15.2%	18.0%
新风光 SVG-小容量市占率	0.0%	0.0%	0.0%	30.8%	33.4%	35.4%	40.4%

资料来源：公司招股说明书，中国可再生能源学会，华夏能源网，天风证券研究所

注：假设 21/22/23/24 年 SVG 收入中新能源占比分别为 65%/70%/70%/70%；假设 2022 年小容量 SVG 营收占 SVG 业务营收的比重为 30%，小容量 SVG 在 2022 年全年营收为其上半年营收的 2.2 倍；假设 23/24 年小容量 SVG 营收分别同比增长 30%/10%

### 3. 高成长赛道叠加新技术渗透率提升，储能业务放量可期

#### 3.1. 高压级联有望成为主流，公司储能业务高弹性

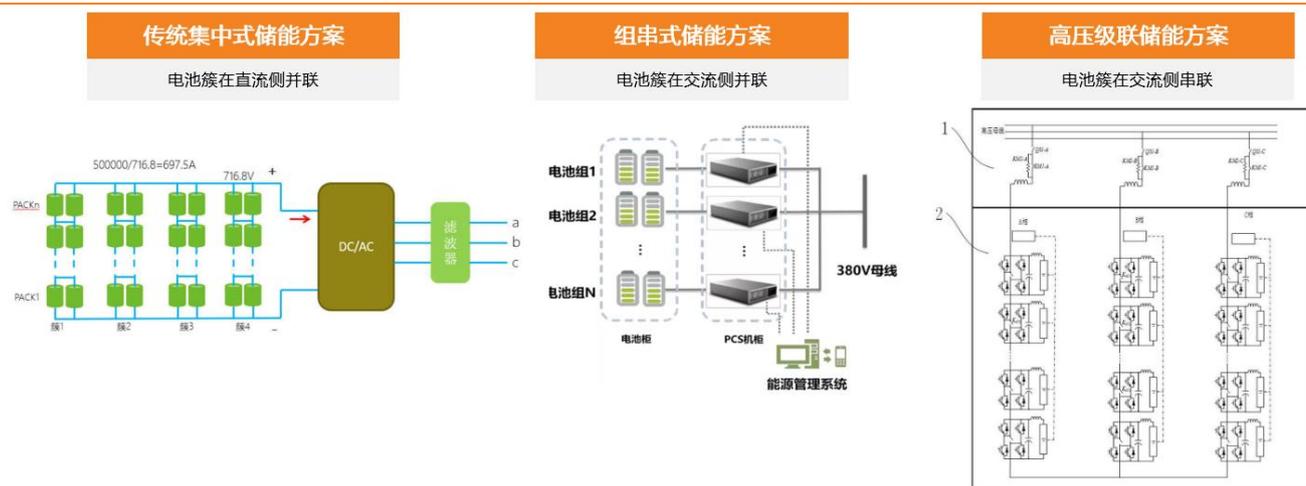
高压级联储能系统是以 H 桥级联式电力电子拓扑结构通过无变压器模式接入交流电网，可直接实现 6-35kV 并网运行，主要应用于大型储能电站。

**优点：**1) 系统安全性高，无电芯并联，电池堆能量大幅降低，显著降低灾后影响程度，后期维护成本低；2) 系统一致性较好，各电芯运行一致性好，初始投资少；3) 系统寿命长，全生命周期成本低，具有较高的经济性；4) 单机容量大，控制简单，可并网/孤网及无扰切换运行，适合于黑启动及半导体行业应用；5) 无需升压变压器，效率比常规储能系统高；6) 响应速度快。

**应用场景：**1) 发电侧储能：负荷调节、平滑间歇性能源、提高新能源消纳、提高电网备用容量、参与调峰、调频；2) 输配电储能：提高电能质量、降低线路损耗、提高电网的备用容量、提高输配电设备利用效率、延缓增容需求；3) 用户侧储能：平滑负荷曲线、负荷转移、削峰填谷；4) 紧急电源系统：消防供电、应急照明、能量回馈等。

**市场壁垒及格局：**壁垒主要体现在算法、绝缘技术和项目运维经验等方面。因 PCS 和电池深度集成，高压级联只能以整体系统集成形式出售。

图 26：主要的三种大型储能系统方案对比



资料来源：阳光工匠论坛 e 光伏微信公众号，科士达官网，专利之星检索系统官网（新风光“一体式高压级联储能系统”专利），天风证券研究所

表 7：高压级联项目不完全统计

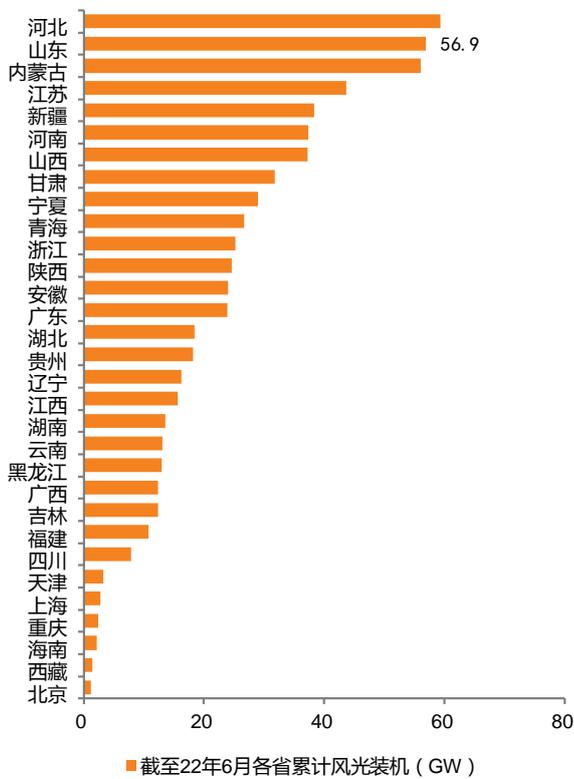
时间	业主	供应商	项目名称	电压等级	单机容量
2018/8	顺德五沙热电	智光电气	佛山市顺德五沙热电 9MW/4.5MWh 储能辅助调频项目	-	4.5MW
2018/11	-	智光电气	智光首台商业级级联型高压储能系统正式投运	6 ~ 35kV	-
2020/8	臻能热电	智光电气	AGC 调频辅助服务高压储能电站	-	5MW
2021/3	华电国际	-	华电韶关热电有限公司 AGC 储能辅助调频项目	-	1.66MW
2021/4	湖南电网	智光电气	邵阳磨石高压级联型储能电站	-	5MW
2021/12	-	新风光	商水县谭庄储能项目	35kV	2.5MW
2021/12	广东电网	智光电气	湛江 220 千伏榷北站重要用户应急供应工程项目	-	-
2022/1	维奥新能源	智光电气	山东潍坊诸城维奥 10MWh 高压级联型储能电站	-	-
2022/3	-	新风光	浙江大型光伏发电项目	35kV	-
2022/4	国家电投	新风光	国电投新野储能项目	35kV	4.8MW
2022/4	山东能源集团	新风光	兴隆庄应急电源	6kV	4MW
2022/6	-	南瑞继保	绍兴市上虞区 35kV 红墟储能电站	35kV	6MW
2022/7	华电国际	-	莱城电厂磷酸铁锂与铁铬液流电池长时储能电站项目	10.5kV	-
2022/7	中广核新能源	金盘科技	中广核海南白沙邦溪储能项目	35kV	12.5MW

资料来源：智光电气公告，智光电气官网，北极星储能网，南方+官网，新风光官网，南瑞继保官网，金盘科技官网等，天风证券研究所

### 3.2. 股东背景雄厚，享山东地缘优势

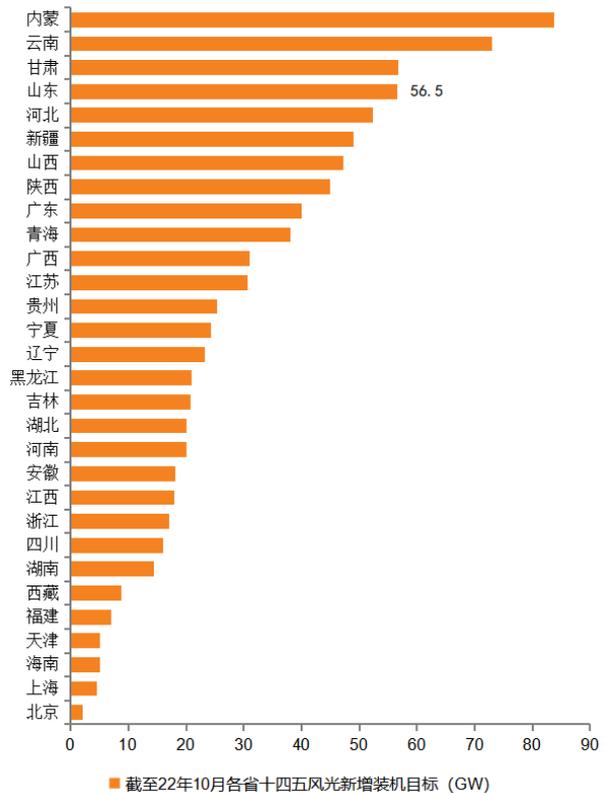
山东省新能源发展速度快，规划目标高，但缺少灵活调节资源。截至 2022 年 6 月，山东省累计风光装机容量达 56.9GW，位居全国第二。从各省新能源规划新增装机看，山东省十四五风光新增装机目标为 56.5GW，位居全国第四。从装机结构看，截至 22H1 山东省煤电装机占电力总装机比重为 59%，同比下降 6.3pp；新能源和可再生能源发电装机占比达 37%，同比提高 5.2pp，其中光伏、生物质发电装机分别达 3715 万千瓦、410 万千瓦，占比分别为 21%、2%；山东省的发电结构特点是：对火电依赖度高，风光不稳定电源占比高，缺少水电等灵活调节资源。

图 27：山东省累计风光装机位居全国前列



资料来源：Wind，天风证券研究所

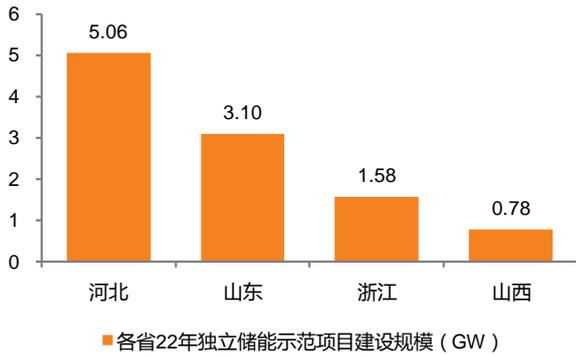
图 28：山东省十四五新能源规划新增装机位居全国前列



资料来源：国际能源网公众号，天风证券研究所

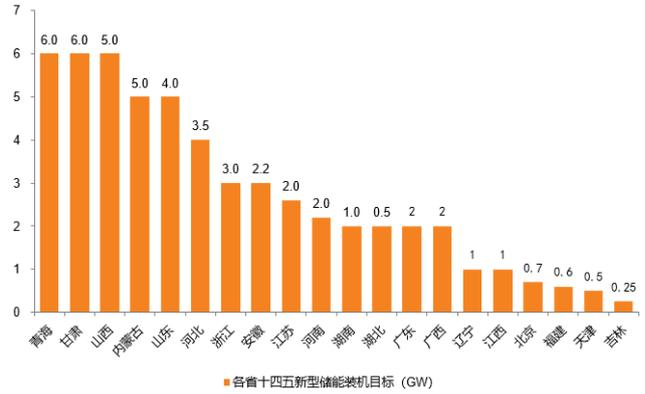
山东新型储能发展和规划目标均走在全国前列。山东省十四五新型储能规划目标 5GW，。截至 22H1，我国已有 20 个省市明确提出十四五新型储能装机目标，共计 54.85GW，其中山东省计划到 2025 年新型储能设施规模达到 5GW，2030 年达到 10GW。从各省公布的 22 年储能示范项目清单看，山东省储能示范项目建设数量为 29 个，合计装机规模为 3.1GW。

图 29：山东 22 年首批储能示范项目建设规模达 3.1GW



资料来源：国际能源网，天风证券研究所

图 30：山东十四五新型储能装机目标为 5GW



资料来源：国际能源网，天风证券研究所

大股东实力雄厚，作为集团“新能源新材料”产业板块的核心设备供应商，有望获得集团内部优质资源支持。公司大股东山东能源集团是由兖矿集团和原山东能源集团于 2020 年联合重组成立的大型能源企业集团，21 年集团营收及资产总额均突破 7000 亿，位列世界 500 强第 69 位。集团以矿业、高端化工、电力、新能源新材料、高端装备制造、现代物流贸易为主导产业，国内外煤炭产能 3.4 亿吨/年，现有电力装机及在建容量 20GW，新能源新材料产业搭建省级新能源投资平台，积极有序开发渤中地区 4GW 海上风电项目，推动风光储氢、源网荷储一体化发展。新风光 22 年 6 月发布公告称，山东能源集团拟将兖矿东华集团持有的 38.25%新风光股权无偿划转至山东能源集团新能源有限公司，公司将调整至集团内部备受瞩目的“新能源新材料”产业板块。公司作为集团内部新能源核心设备供应商，可享受股东带来的资源优势。

图 31：新风光是山东能源集团内部新能源核心设备供应商



资料来源：公司官网，天风证券研究所

#### 4. 盈利预测

对于 SVG 业务，预计公司在小容量 SVG 市场的先发优势有望延续，小容量 SVG 将受益于分布式电站的快速发展，而主要应用于新能源领域的大容量 SVG 则将受益于未来大型地面电站装机速度的提升，预计公司 22-24 年 SVG 销售数量分别为 2600、4000、5200 台，SVG 平均单价保持在 29.0 万元/台，毛利率有望随着大宗价格回落企稳反弹；

对于变频器业务，公司 6 月在苏州成立低压变频器团队，预计低压变频器业务有望在 2 年内收入突破 1 亿元，预计公司 22-24 年变频器销售数量分别为 2500、4000、6000 台，变频器单价分别为 12.0、11.0、10.0 万元/台；

对于储能业务，预计公司 22-24 年储能订单分别为 4.5、10、14 亿元，毛利率有望随着规模增长和原材料降价逐年提升；

预计未来三年公司收入分别为 15.04、25.41、34.89 亿元，同比增速分别为 59.6%、68.9%、37.3%，2021-2024 年 3 年间的 CAGR 达 54.7%；归母净利润分别为 1.48、2.09、3.00 亿元，同比增速分别为 27.8%、40.7%、43.7%，2021-2024 年 3 年间的 CAGR 达 37.2%。

表 8：公司盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>1、电能质量检测与治理类 (SVG)</b>					
销售数量 (台)	800	1102	2600	4000	5200
YoY	19.9%	37.8%	135.9%	53.8%	30.0%
平均单价 (万元/台)	69.89	49.41	29.00	29.00	29.00
收入 (亿元)	5.59	5.44	7.54	11.60	15.08
YoY	65.7%	-2.6%	38.5%	53.8%	30.0%
毛利率	27.2%	27.2%	24.5%	25.0%	25.5%
<b>2、电机驱动与控制类 (变频器)</b>					
销售数量 (台)	1564	2239	2500	4000	6000
YoY	-	43.2%	11.7%	60.0%	28.0%
平均单价 (万元/台)	12.23	13.25	12.00	11.00	10.00
收入 (亿元)	1.91	2.97	3.00	4.40	6.00
YoY	-5.4%	55.2%	1.1%	46.7%	36.4%
毛利率	33.2%	27.0%	28.0%	28.0%	28.0%
<b>3、储能系统</b>					
收入 (亿元)	0.00	0.32	3.00	7.50	11.25
YoY	-	-	826.8%	150.0%	50.0%
毛利率	-	12.6%	13.0%	14.0%	16.0%
<b>4、高端变频器类 (轨交能量回馈装置)</b>					
销售数量 (台)	45	18	80	100	130
平均单价 (万元/台)	113.48	94.16	95.00	92.00	90.00
收入 (亿元)	0.51	0.17	0.76	0.92	1.17
YoY	-	55.2%	348.4%	21.1%	27.2%
毛利率	36.1%	24.9%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>合计</b>					
总营业收入 (亿元)	<b>8.44</b>	<b>9.43</b>	<b>15.04</b>	<b>25.41</b>	<b>34.89</b>
YoY	<b>33.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>59.6%</b>	<b>68.9%</b>	<b>37.3%</b>
综合毛利率	<b>32.5%</b>	<b>28.2%</b>	<b>24.9%</b>	<b>23.7%</b>	<b>24.0%</b>
净利润 (亿元)	<b>1.07</b>	<b>1.16</b>	<b>1.48</b>	<b>2.09</b>	<b>3.00</b>
YoY	<b>2.1%</b>	<b>8.8%</b>	<b>27.8%</b>	<b>40.7%</b>	<b>43.7%</b>

注：仅列示营收占比较大的 SVG、变频器、储能和轨交能量回馈装置业务，煤矿智能控制设备和其他业务未列示。

资料来源：Wind，天风证券研究所

考虑到公司 SVG 业务增速和毛利率显著高于可比公司，变频器业务有望在明年放量，储能业务弹性较大，我们认为可以给予处在快速成长期的新风光一定估值溢价，参考可比公司平均 PE 以及公司各业务收入占比，我们给予公司 23 年 42 倍 PE 估值，对应目标价 62.58 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：可比公司 PE 估值（根据 Wind 一致预期，2022 年 11 月 7 日收盘价）

证券简称	2022E	2023E	2024E
<b>SVG</b>			
思源电气	22.9	17.4	14.0
四方股份	23.6	19.1	15.6
<b>平均</b>	<b>23.3</b>	<b>18.2</b>	<b>14.8</b>
<b>变频器</b>			
汇川技术	43.5	33.7	26.3
合康新能	-	53.4	26.8
<b>平均</b>	<b>43.5</b>	<b>43.6</b>	<b>26.6</b>
<b>高压级联储能</b>			

智光电气	-	34.3	16.9
金盘科技	54.5	32.5	21.2
平均	54.5	33.4	19.0
算术平均	40.4	31.7	20.1
加权平均	35.7	28.4	18.9

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

**市场竞争加剧风险：**随着 SVG 市场规模的不断增长，未来可能会有更多企业进入 SVG 行业，包括公司处于领先地位的小容量 SVG 市场竞争可能会愈发激烈，由于 SVG 业务贡献了公司的主要利润，如果行业价格战持续，可能对公司业绩产生较大影响。

**我国新能源装机增速不及预期风险：**由于公司 SVG 和储能业务都与我国风光装机增速有较高关联度，如果未来全球经济受宏观环境影响大幅放缓，可能会对我国新能源产业发展带来不利影响。

**费用控制不及预期风险：**在公司营收规模快速扩大后，公司利润对费用率的敏感度提高，目前储能业务快速增长对公司费用率的影响还不清晰的情况下，未来公司期间费用率可能高于预测值，使得公司利润不及预期。

**原材料价格波动风险：**公司产品直接材料成本占比超 90%，如果未来 IGBT、薄膜电容、锂、取向硅钢、铜等主要原材料价格持续攀升，可能会对公司毛利率水平产生较大影响。

**测算主观性风险：**报告中涉及的部分测算，如市场规模、盈利情况、公司估值等内容的测算具有主观性，可能与未来实际情况存在一定偏差。

**近期股价波动较大风险：**近期公司股价波动幅度较大，可能会使部分二级市场投资者面临相关风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	199.07	298.08	165.33	203.31	279.10
应收票据及应收账款	621.09	749.48	1,374.85	2,169.88	2,784.81
预付账款	3.33	20.55	2.61	40.37	28.50
存货	198.94	235.18	628.40	723.69	1,134.27
其他	36.66	341.03	284.64	308.05	355.49
<b>流动资产合计</b>	<b>1,059.09</b>	<b>1,644.32</b>	<b>2,455.84</b>	<b>3,445.30</b>	<b>4,582.16</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	99.28	118.17	113.20	108.24	103.17
在建工程	9.78	3.99	4.50	4.75	4.87
无形资产	28.93	27.97	26.98	26.00	25.01
其他	10.00	10.90	9.16	10.02	10.03
<b>非流动资产合计</b>	<b>148.00</b>	<b>161.03</b>	<b>153.84</b>	<b>149.01</b>	<b>143.08</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,207.08</b>	<b>1,805.35</b>	<b>2,609.68</b>	<b>3,594.31</b>	<b>4,725.24</b>
短期借款	20.02	0.00	0.00	270.23	543.38
应付票据及应付账款	397.26	433.26	906.54	1,416.27	1,773.76
其他	164.88	220.08	548.11	596.77	897.34
<b>流动负债合计</b>	<b>582.16</b>	<b>653.34</b>	<b>1,454.65</b>	<b>2,283.27</b>	<b>3,214.48</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	43.68	78.31
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.07	6.12	7.04	6.74	6.64
<b>非流动负债合计</b>	<b>7.07</b>	<b>6.12</b>	<b>7.04</b>	<b>50.43</b>	<b>84.95</b>
<b>负债合计</b>	<b>659.86</b>	<b>740.73</b>	<b>1,461.69</b>	<b>2,333.69</b>	<b>3,299.42</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	104.96	139.95	139.95	139.95	139.95
资本公积	154.59	562.89	562.89	562.89	562.89
留存收益	287.68	361.77	445.14	557.77	722.97
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>547.23</b>	<b>1,064.62</b>	<b>1,147.99</b>	<b>1,260.61</b>	<b>1,425.82</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,207.08</b>	<b>1,805.35</b>	<b>2,609.68</b>	<b>3,594.31</b>	<b>4,725.24</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	106.72	116.08	148.30	208.58	299.79
折旧摊销	8.64	9.51	10.45	10.69	10.93
财务费用	0.89	0.03	(1.09)	(0.46)	0.06
投资损失	0.00	(5.01)	(31.39)	(32.24)	(32.93)
营运资金变动	51.15	(166.86)	(220.16)	(392.85)	(401.72)
其它	(42.41)	82.58	1.40	1.40	1.40
<b>经营活动现金流</b>	<b>124.99</b>	<b>36.33</b>	<b>(92.48)</b>	<b>(204.88)</b>	<b>(122.46)</b>
资本支出	19.10	22.58	4.08	5.30	5.11
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(41.96)	(386.83)	19.50	19.14	20.01
<b>投资活动现金流</b>	<b>(22.85)</b>	<b>(364.24)</b>	<b>23.58</b>	<b>24.44</b>	<b>25.12</b>
债权融资	(0.39)	(19.07)	1.09	314.38	307.71
股权融资	(41.99)	387.31	(64.93)	(95.96)	(134.59)
其他	(40.40)	31.67	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(82.78)</b>	<b>399.92</b>	<b>(63.84)</b>	<b>218.42</b>	<b>173.13</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>19.36</b>	<b>72.01</b>	<b>(132.74)</b>	<b>37.97</b>	<b>75.79</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>843.94</b>	<b>942.81</b>	<b>1,504.41</b>	<b>2,541.32</b>	<b>3,488.71</b>
营业成本	569.47	676.67	1,129.78	1,940.42	2,650.77
营业税金及附加	5.51	4.88	7.52	12.71	17.44
销售费用	90.13	79.82	120.35	190.60	244.21
管理费用	37.76	47.57	60.18	101.65	139.55
研发费用	32.23	39.32	60.18	101.65	139.55
财务费用	0.39	(0.96)	(1.09)	(0.46)	0.06
资产/信用减值损失	(7.28)	(4.79)	(4.79)	(4.79)	(4.79)
公允价值变动收益	0.00	1.40	1.40	1.40	1.40
投资净收益	0.08	5.01	31.39	32.24	32.93
其他	(7.38)	(25.50)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>123.01</b>	<b>119.39</b>	<b>155.49</b>	<b>223.61</b>	<b>326.67</b>
营业外收入	0.26	12.64	12.64	12.64	12.64
营业外支出	0.79	0.56	0.56	0.56	0.56
<b>利润总额</b>	<b>122.48</b>	<b>131.46</b>	<b>167.57</b>	<b>235.69</b>	<b>338.74</b>
所得税	15.76	15.38	19.27	27.10	38.96
<b>净利润</b>	<b>106.72</b>	<b>116.08</b>	<b>148.30</b>	<b>208.58</b>	<b>299.79</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>106.72</b>	<b>116.08</b>	<b>148.30</b>	<b>208.58</b>	<b>299.79</b>
每股收益(元)	0.76	0.83	1.06	1.49	2.14

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	33.70%	11.72%	59.57%	68.92%	37.28%
营业利润	4.63%	-2.95%	30.24%	43.81%	46.09%
归属于母公司净利润	2.09%	8.77%	27.76%	40.65%	43.73%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.52%	28.23%	24.90%	23.65%	24.02%
净利率	12.65%	12.31%	9.86%	8.21%	8.59%
ROE	19.50%	10.90%	12.92%	16.55%	21.03%
ROIC	29.43%	29.20%	23.44%	24.71%	24.39%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	54.67%	41.03%	56.01%	64.93%	69.83%
净负债率	-32.72%	-28.00%	-14.40%	8.77%	24.03%
流动比率	1.62	2.24	1.69	1.51	1.43
速动比率	1.32	1.92	1.26	1.19	1.07
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.52	1.38	1.42	1.43	1.41
存货周转率	4.33	4.34	3.48	3.76	3.76
总资产周转率	0.77	0.63	0.68	0.82	0.84
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.76	0.83	1.06	1.49	2.14
每股经营现金流	0.89	0.26	-0.66	-1.46	-0.88
每股净资产	3.91	7.61	8.20	9.01	10.19
<b>估值比率</b>					
市盈率	64.26	59.07	46.24	32.88	22.87
市净率	12.53	6.44	5.97	5.44	4.81
EV/EBITDA	0.00	40.68	38.20	28.34	20.44
EV/EBIT	0.00	43.42	40.70	29.66	21.11

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com