

## 京泉华（002885）深度研究报告

## 新能源需求旺盛，磁性元器件龙头扬帆起航

- ❖ **新能源需求旺盛，磁性元器件龙头迎新发展期。**京泉华成立于1996年，以磁性元器件为基础，电源及特种变压器同步开发，主要产品包括各种变压器、电感、滤波器、电抗器以及电源产品。公司下游涵盖逆变器、OBC、充电桩等，广泛应用于光伏风电及储能、新能源车、充电桩、家用电器等行业。2021年起新能源市场快速发展，新能源磁性元器件的需求快速增长，公司作为磁性元器件行业龙头，成长空间广阔。
- ❖ **光伏&储能市场发展带动逆变器需求增加，公司深度布局逆变器核心元件磁性元器件，打开公司业绩成长空间。**根据CPIA数据，2021年全球光伏新增装机170GW，国内光伏新增装机55GW；预计2022年全球光伏新增装机195-240GW，国内光伏新增装机75-90GW。根据WoodMackenzie预测，未来10年电化学储能装机将持续高增长，预测年复合增长率将达31%，2030年装机规模有望达741GWh。磁性元器件为光伏&储能逆变器重要组件，占逆变器成本约10%~15%。根据我们测算光伏&储能逆变器磁性元器件合计市场空间2021年53.4亿，2025年可达113.4亿元，4年CAGR 20.7%。逆变器行业集中度高，2021年前两大厂家华为、阳光电源市占率分别为23%和21%，公司绑定头部大客户，与逆变器领军企业建立了长期稳定的合作关系，客户优势显著。公司作为磁性元器件头部企业拥有规模优势，有望充分受益行业爆发。
- ❖ **电动车市场爆发，高门槛车用OBC&充电桩磁性元器件市场需求激增，公司业绩天花板得以重塑。**电动车销量不断超预期，EV TANK上调2025年全球新能源车销量至1800万辆，十年CAGR 40.3%。与之相对的截至2021年我国车桩比为3.0，离《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020年）》1.04的目标差距较大，在政策+下游需求双重刺激下充电桩有望加速发展。磁性元器件是新能源车核心部件OBC/DCDC的重要上游组件，是充电桩电源模块的上游组件，根据我们测算21年新能源车/充电桩磁性元器件市场空间合计为35亿元，25年可达97亿元。800V架构致力于解决充电焦虑，高压大功率对车载、充电桩磁性元器件提出了更高要求，磁性元器件市场空间有望进一步增加。车载磁性元器件壁垒高，过去被TDK等厂家把持，高压架构下有望重塑产业格局，车载磁性元器件国产替代有望加速，公司作为行业龙头将深度受益。
- ❖ **投资建议：下游新能源业务全面爆发，看好车载磁性元器件领域国产替代，首次覆盖给予“强推”评级。**公司作为磁性元器件龙头，有望充分受益本轮逆变器、新能源车、充电桩增长。车载磁性元器件壁垒高，过去主要被国外厂家把持，国产新能源车厂家&tier1崛起打开了国产替代窗口期，公司新能源车业务布局深远，服务头部客户，我们看好公司新能源车磁性元器件国产替代成长路径。我们预测公司2022~2024年的归母净利润为1.42亿/3.40亿/4.91亿，对应EPS为0.78元/1.87元/2.70元。参考锦浪/固德威/可立克等可比公司估值，考虑到公司成长性，我们给予公司2023年30倍PE，目标市值101亿（目标价56元），给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：原材料涨价风险，汇率波动风险，下游需求不及预期风险、控制权变更风险。**

### 主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	1,910	2,520	3,740	5,385
同比增速(%)	45.4%	32.0%	48.4%	44.0%
归母净利润(百万)	20	142	340	491
同比增速(%)	-39.2%	610.9%	140.1%	44.2%
每股盈利(元)	0.11	0.78	1.87	2.70
市盈率(倍)	354	50	21	14
市净率(倍)	8.7	7.4	5.6	4.3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为23年2月3日收盘价

## 强推（首次）

目标价：56元

当前价：39.15元

### 华创证券研究所

**证券分析师：耿琛**

电话：0755-82755859

邮箱：gengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360517100004

**证券分析师：岳阳**

邮箱：yueyang@hcyjs.com

执业编号：S0360521120002

**联系人：姚德昌**

邮箱：yaodechang@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	18,143.61
已上市流通股(万股)	13,902.42
总市值(亿元)	71.03
流通市值(亿元)	54.43
资产负债率(%)	62.69
每股净资产(元)	5.01
12个月内最高/最低价	45.54/12.97

### 市场表现对比图(近12个月)



## 投资主题

### 报告亮点

**自上而下由公司主营业务赛道下沉到公司业务分析公司竞争优势。**本报告分为两个部分：第一章对公司进行基本介绍，回顾公司发展历程，介绍公司主营业务、管理层、股权结构等，分析公司财务状况。第二章及第三章分板块详细阐述了磁性元器件在光伏&储能&新能源车（充电桩）的应用情况以及每个细分赛道的市场空间、竞争格局、产业链情况及公司在行业内的竞争优势。

### 投资逻辑

公司生产的磁性元器件广泛应用于逆变器/OBC/充电桩等新能源领域，目前新能源市场无论是光伏/储能还是新能源车均处于高速成长阶段，公司作为上游磁性元器件龙头企业，有望深度受益。此外，20年以来受原材料价格上涨及汇兑影响，公司利润率受到扰动。公司积极与下游接洽，将上游涨价传导给下游客户；同时新能源业务的供需关系优于公司传统业务，公司新能源业务的利润率水平显著高于传统业务，随着原材料/汇兑影响消退&新能源业务占比提高，公司利润率水平预期改善。

### 关键假设、估值与盈利预测

公司盈利预测基于以下几点关键假设：（1）公司下游光伏&储能逆变器、新能源车、充电桩快速发展，公司大客户新能源业务保持快速增长。（2）公司磁性元器件产品相对成熟，价值量保持相对稳定。（3）公司产品交付能力较强，未来在大客户份额稳中有升。（4）随着汇率、大宗商品价格对公司影响逐渐消退，高毛利率的新能源车磁性元器件占比逐渐提高。

公司作为磁性元器件龙头，有望充分受益本轮逆变器、新能源车、充电桩增长。车载磁性元器件壁垒高，过去主要被国外厂家把持，国产新能源车厂家&tier1崛起打开了国产替代窗口期，公司新能源车业务布局深远，服务头部客户，我们看好公司新能源车磁性元器件国产替代成长路径。我们预测公司2022~2024年的归母净利润为1.42亿/3.40亿/4.91亿，对应EPS为0.78元/1.87元/2.70元。参考锦浪/固德威/可立克等可比公司估值，考虑到公司成长性，我们给予公司2023年30倍PE，目标市值101亿（目标价56元），给予“强推”评级。

# 目 录

一、深耕磁性元器件，新能源业务爆发助力公司进入新一轮成长期.....	6
（一）磁性元器件行业龙头，风雨历程二十余载.....	6
1、二十余年栉风沐雨，磁性元器件龙头迎新发展期.....	6
2、治理结构完善，管理层产业经验丰富.....	7
（二）新能源业务爆发，大宗原材料涨价&汇率波动侵蚀公司短期利润.....	8
（三）精准卡位磁性元器件赛道，逆变器/电动车/充电桩三箭齐发.....	9
（四）加码中高端磁性元器件，率先扩产夯实龙头地位.....	11
二、光伏&储能需求加速逆变器市场增长，磁性元器件市场空间巨大.....	12
（一）光伏储能加速向上，逆变器磁性元器件空间广阔.....	12
1、光伏快速发展，储能高歌猛进.....	12
2、逆变器是光伏、储能核心部件，磁性元器件空间广阔.....	13
（二）预计 25 年逆变器磁性元器件市场空间超百亿.....	15
（三）绑定头部大客户，享客户+规模优势.....	16
三、电动车市场爆发，高门槛车用 OBC & 充电桩磁性元器件空间巨大.....	17
（一）车载&充电桩磁性元器件应用广泛，800V 架构下车载磁性元器件国产替代加速.....	17
（二）预计 25 年车载&充电桩磁性元器件市场空间近百亿.....	19
（三）十年磨一剑，国产替代正当时.....	20
四、盈利预测与投资建议.....	22
五、风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1	公司产品下游应用 .....	6
图表 2	公司发展历程 .....	7
图表 3	公司治理结构完善（截至 2022 年三季报） .....	7
图表 4	2016~2021 年公司营收稳健增长 .....	8
图表 5	2021Q1 以来季度营收保持高增速 .....	8
图表 6	2019-2021 年归母净利润有所下滑 .....	8
图表 7	2020Q4 以来毛利率、净利率触底反弹 .....	8
图表 8	漆包线、磁芯、矽钢片为主要原材料 .....	9
图表 9	2020 年以来铜价大幅上涨，2022 年有所回落 .....	9
图表 10	研发费用率稳中有升，财务费用率受汇兑影响波动 .....	9
图表 11	磁性元器件主要分类 .....	10
图表 12	公司逆变器产品 .....	10
图表 13	公司部分逆变器客户 .....	10
图表 14	公司车载产品 .....	11
图表 15	公司部分车载客户 .....	11
图表 16	公司充电桩产品 .....	11
图表 17	公司部分充电桩客户 .....	11
图表 18	2011~2025 全球光伏新增装机预测（GW） .....	12
图表 19	2011~2025 中国光伏新增装机预测（GW） .....	12
图表 20	抽水蓄能是在运行储能项目主流形式 .....	13
图表 21	2020 年全球新增储能项目以电化学为主 .....	13
图表 22	全球电化学储能累计装机规模 .....	13
图表 23	中国电化学储能累计装机规模 .....	13
图表 24	逆变器是光伏、储能核心部件 .....	14
图表 25	组串式逆变器占比提高 .....	14
图表 26	2019 年集中式光伏系统成本构成 .....	15
图表 27	2019 年分布式光伏系统成本构成 .....	15
图表 28	磁性元器件占逆变器直接材料比例高 .....	15
图表 29	逆变器主要成本为直接材料 .....	15
图表 30	逆变器中磁性元器件价值量占比推导 .....	16
图表 31	逆变器用磁性元器件市场空间推导 .....	16
图表 32	储能用磁性元器件市场空间推导 .....	16
图表 33	2021 年全球逆变器行业集中度高，华为居首 .....	17

图表 34	公司电子元器件行业排名长期位居行业前列 .....	17
图表 35	新能源车销量不断超预期 .....	18
图表 36	磁性元器件为新能源车零部件上游 .....	18
图表 37	磁性元器件广泛应用于新能源车 .....	18
图表 38	充电桩发展迅速 .....	19
图表 39	磁性元器件应用于充电桩核心组件 .....	19
图表 40	保时捷 800V 方案架构 .....	19
图表 41	预计车载磁性元器件市场空间有望超 70 亿 .....	20
图表 42	充电桩磁性元器件 25 年市场空间有望达 25 亿 .....	20
图表 43	公司车载产品布局 .....	21
图表 44	公司部分车载产品客户 .....	21
图表 45	与可比公司相比公司估值较低（对应 2023 年 2 月 1 日收盘价） .....	22

## 一、深耕磁性元器件，新能源业务爆发助力公司进入新一轮成长期

### （一）磁性元器件行业龙头，风雨历程二十余载

深圳市京泉华科技股份有限公司成立于1996年。公司以磁性元器件为基础，电源及特种变压器同步开发，主要产品包括各种变压器、电感、滤波器、电抗器以及电源产品。公司产品应用广泛，下游应用包括光伏风电及储能、新能源车、新能源车级充电桩、家用电器及消费电子、通信、数据中心、工控。

图表 1 公司产品下游应用



资料来源：公司年报，华创证券

### 1、二十余年栉风沐雨，磁性元器件龙头迎新发展期

公司经过二十多年发展已成为国内磁性元器件龙头，公司发展大致分为三个阶段：

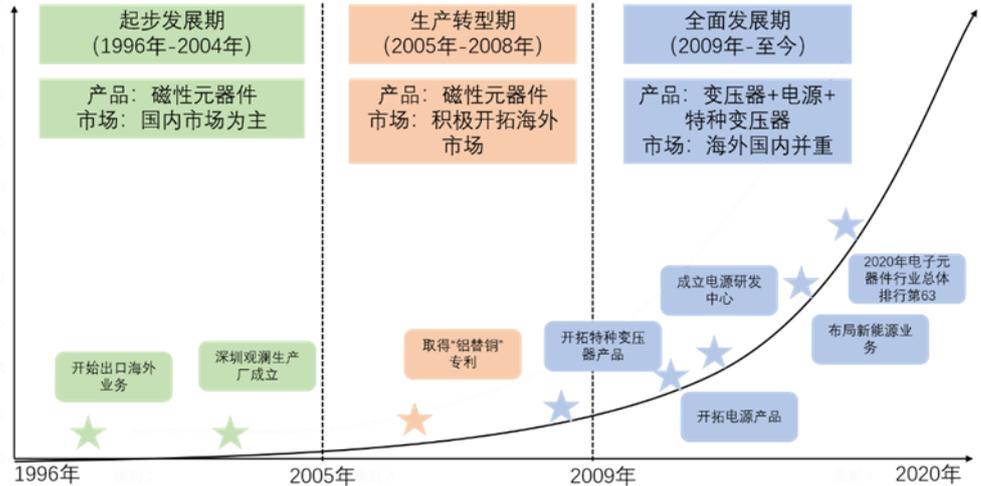
**第一阶段（1996~2004年）。**公司1996年成立之初为康佳、TCL等客户OEM生产CRT电视机配套的消磁线圈产品，产品结构以消磁线圈为主，电子变压器为辅。90年代后期，CRT电视机开始显现出被液晶电视替代的趋势，消磁线圈产品需求量逐渐减少，公司根据市场变化积极丰富产品线、调整产品结构，逐步形成了以高、低频变压器为主的产品结构，同时发展了爱华、大金、索尼等日系客户，海外市场迅速增长。

**第二阶段（2005~2008年）。**公司重点加强自主创新能力建设，实现了生产模式从OEM向ODM的转型，2006年公司通过了国家高新技术企业认证。产品以高、低频变压器为主，海外市场进一步发展，形成了内销和外销并重的格局。

**第三阶段（2009~至今）。**随着新材料、磁性元器件等产品技术的快速发展，全球电源、

特种变压器等产品进入新一轮技术变革期。2010 年以来，公司不断加大新能源领域新型磁性元器件、工业类电源、数字电源等新产品的研发、生产和销售，2013 年进入批量生产阶段，并在 2014 年迅速扩大规模，形成了磁性元器件和电源产品并重的产品业务格局。2015 年公司位列中国电子元器件企业 77 名，排名位居磁性元器件行业前列。随着下游光伏储能、新能源车&充电桩等新能源业务爆发，公司将进入新一轮发展期。

**图表 2 公司发展历程**

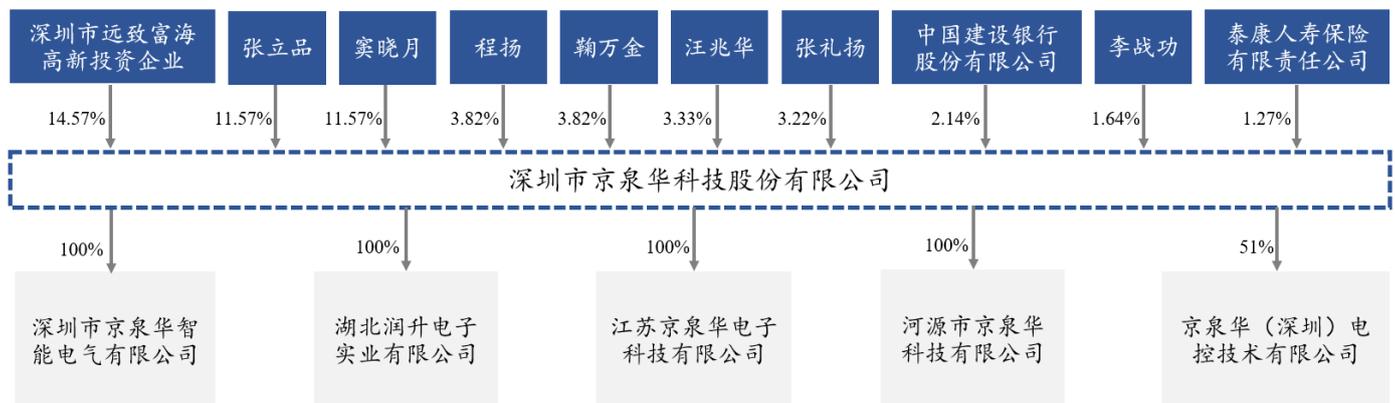


资料来源：公司招股书，华创证券

**2、治理结构完善，管理层产业经验丰富**

截至 2022 年三季报，公司前十大股东持股占比 56.95%，张立品先生为实际控制人，张礼扬先生为其一致行动人，合计持股比例为 14.79%，根据公司 22 年 4 月 23 日公告窦晓月女士将持有公司股份 20,834,275 股对应的表决权以及提名权和提案权委托张立品先生行使，接受委托后张立品先生累计控制公司有表决权股 4746.24 万股，截至 2022 年三季报占公司总股本的 26.37%。汪兆华、鞠万金、李战功为公司高管，公司治理结构完善。

**图表 3 公司治理结构完善（截至 2022 年三季报）**



资料来源：wind，华创证券

管理层产业经验丰富。公司董事长张立品先后任职于江苏省地震局、南京半导体器件总厂、京泉电子，1996 年任京泉华有限董事长兼总经理。公司总经理鞠万金 1997 年加入

京泉华有限，2006年起任副总经理，2019年起任公司总经理。

**（二）新能源业务爆发，大宗原材料涨价&汇率波动侵蚀公司短期利润**

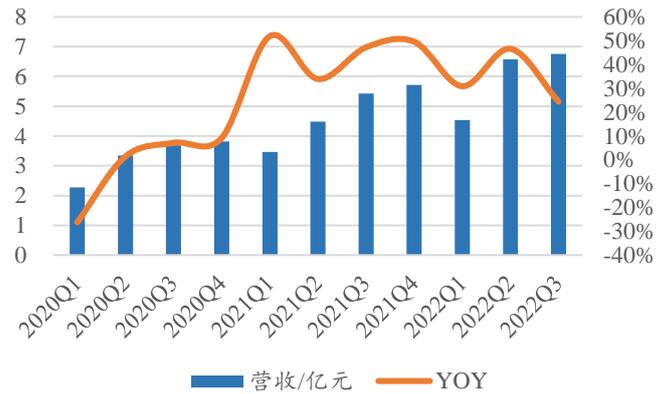
**传统业务稳健增长，新能源业务爆发营收快速增长。**传统业务推动下，公司营收稳健增长，2016-2021年公司营收由8.99亿元增长至19.10亿元，CAGR为16.26%；2021Q1以来，受益于新能源需求爆发公司营收增速持续保持在20%以上。

**图表 4 2016~2021 年公司营收稳健增长**



资料来源：wind，华创证券

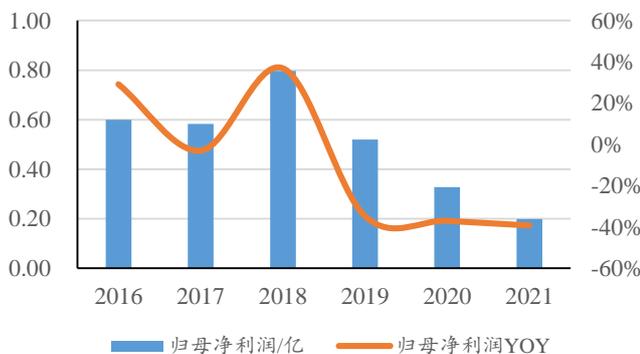
**图表 5 2021Q1 以来季度营收保持高增速**



资料来源：wind，华创证券

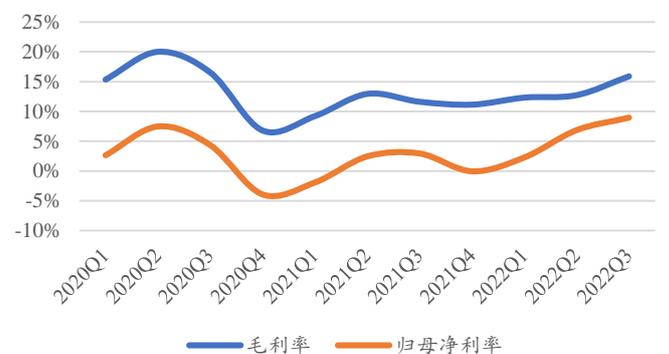
**大宗原材料涨价&汇率波动利润承压，汇率、原材料双重修复盈利能力触底回升。**2019~2021年归母净利润有所下滑，分别为0.53、0.33、0.20亿元，分析原因一方面2019年下半年在建工程转固带来折旧压力，另一方面大宗商品涨价、汇率波动（2020年公司境外营收占比49%）侵蚀公司短期利润。公司直接材料占比常年在75%左右，主要原材料为漆包线、磁芯、矽钢片、半导体等，其中漆包线占公司采购金额最大，2016年漆包线占采购金额24.9%。漆包线主要材料为铜材，铜价从2020年3月的3.8万元/吨单边上行至2021年的7万元/吨，涨幅近100%。随着大宗原材料涨价逐步向下游传导、汇率企稳公司毛利率自2020Q4触底以来有所回升，归母净利率从2020Q4的-3.9%持续提高至2022Q3的8.9%。收入增长叠加利润率回升公司利润水平高增，根据公司2022年业绩预告，公司22年预计实现归母净利润1.25~1.55亿元（YOY 527.2%~677.8%）。

**图表 6 2019-2021 年归母净利润有所下滑**



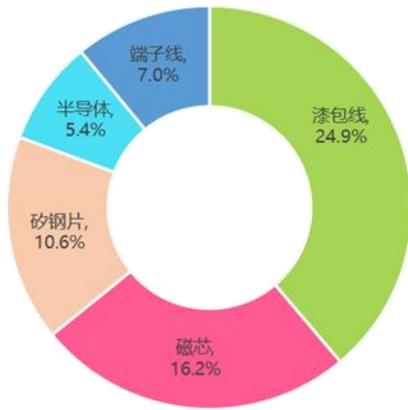
资料来源：wind，华创证券

**图表 7 2020Q4 以来毛利率、净利率触底反弹**



资料来源：wind，华创证券

图表 8 漆包线、磁芯、矽钢片为主要原材料



资料来源：京泉华招股书，华创证券

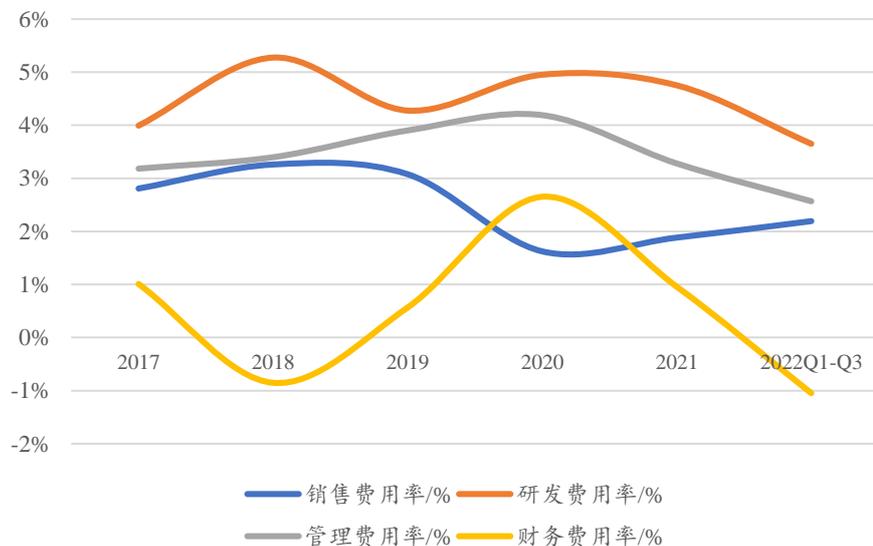
图表 9 2020 年以来铜价大幅上涨，2022 年有所回落



资料来源：wind，华创证券

**管理效率提升，汇兑损益致财务费用率波动。**公司不断提高经营效率，管理费用率由 2020 年的 4.2% 下降至 2022 年前三季度的 2.57%。公司境外业务约占营收一半，汇兑损益对财务费用率影响较大；2020H2 美元兑人民币汇率大幅走弱，从 2020 年 5 月高点的 7.1 快速回落到 2021 年 2 月的 6.46（跌幅近 9%），汇兑损益造成公司财务费用率由 2019 年的 0.6% 提高到 2020 年的 2.7%，2021 年以来公司财务费用率逐渐下降，2022 年前三季度为 -1.05%。公司销售费用率稳中有降，2022 年前三季度为 2.19%。

图表 10 研发费用率稳中有升，财务费用率受汇兑影响波动

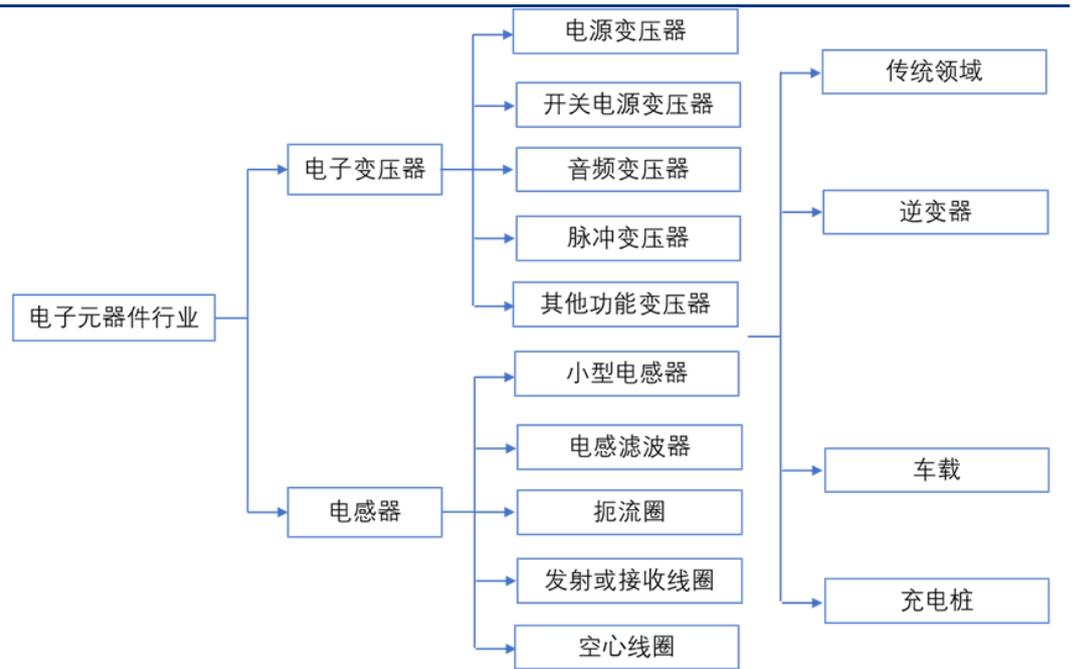


资料来源：wind，华创证券

### （三）精准卡位磁性元器件赛道，逆变器/电动车/充电桩三箭齐发

公司以磁性元器件为基础，电源及特种变压器同步开发。磁性元器件主要包括电子变压器和电感器。公司 2010 年起开始布局新能源磁性元器件业务，经过十多年发展，目前在新能源领域光伏储能逆变器、车载、充电桩磁性元器件三大板块完成了布局。

图表 11 磁性元器件主要分类



资料来源：公司招股书，华创证券

**绑定大客户，逆变器业务享先发优势。**公司通过连续多年的研发投入、技术积累储备，开拓了高端优质客户，与华为、阳光电源、FIMER(ABB)、施耐德集团等光伏逆变器行业内的领军企业建立了长期稳定的合作关系且具备了先发优势。公司 2012 年获 ABB 优秀供应商，2013 年成为华为核心供应商，同年获施耐德优秀供应商。公司逆变器相关产品产品包括升压电感、逆变电感、共模电感、辅助源、变压器、光伏逆变电源等。

图表 12 公司逆变器产品



资料来源：公司官网，华创证券

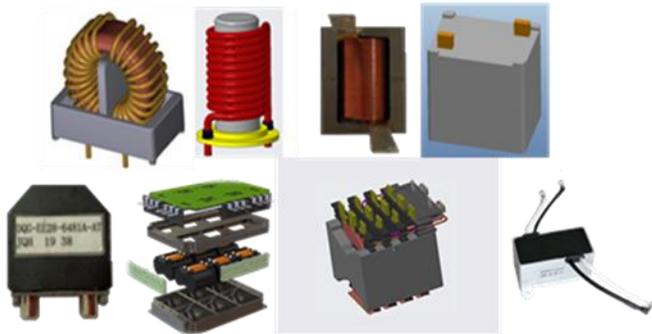
图表 13 公司部分逆变器客户



资料来源：公司 2020 非公开发行预案，公司年报，华创证券

**十年布局电动车核心磁性元器件迎突破。**公司自 2011 年起已开始从事汽车电子相关业务，并于 2018 年单独成立新能源车载磁性元器件事业部，公司为新能源车载磁性元器件事业部设置了研究实验室专门从事汽车电子技术的研究。公司现已成功研制出应用于新能源汽车 OBC 车载充电机、DC-DC 直流转换器、电控驱动转换器件和充电器件等电动车核心磁性元器件。公司拥有华为、比亚迪、美国、法雷奥、KOSTAL 等客户资源，已通过上述客户审厂和产品认证，并实现了批量供货。

图表 14 公司车载产品



资料来源：公司官网，华创证券

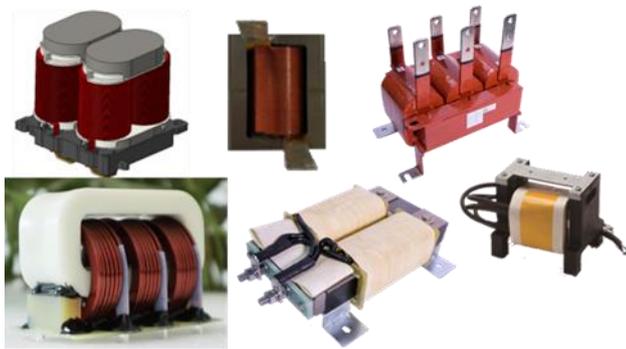
图表 15 公司部分车载客户



资料来源：公司 2020 非公开发行预案，公司年报，华创证券

依托全球化布局，优先发力充电桩业务。公司国内海外业务并举，与 ABB、施耐德等国际大客户建立了合作关系，公司自 2013 年开始与 ABB 在新能源车充电桩、光伏特种变压器上开展合作，是国内最早一批从事充电桩磁性元件的厂家。公司充电桩相关产品包括各种电抗器、PFC 电感器、三相滤波器等各种磁性元器件。

图表 16 公司充电桩产品



资料来源：公司官网，华创证券

图表 17 公司部分充电桩客户



资料来源：公司 2020 非公开发行预案，公司年报，华创证券

**（四）加码中高端磁性元器件，率先扩产夯实龙头地位**

**政企合作加码高端磁性元器件。**2021 年 12 月 14 日公司公告与盐城高新技术产业开发区管委会签订投资协议，拟在盐城高新区建设总投资 10 亿元的新能源光伏中高端磁性元器件智能制造（含研发、生产）项目，建筑面积约 10 万平方米。根据投资协议，盐城高新区管委会根据公司对厂房的设计要求进行平面规划设计、施工图设计，并公开招标施工队伍，按规定时间建好厂房及其它附属设施，公司长期租赁上述厂房，并在投产之日起第 4 周年内，依据公司自身发展情况决定是否回购上述厂房。

**率先扩产夯实龙头地位。**盐城设厂能够快速建设相关产线，扩充新能源光伏业务相关产品的产能，紧抓新能源光伏的发展机遇。同时公司发布 22 年非公开发行预案，拟募资不超过 4.35 亿元用于实施河源新能源磁集成器件制造项目和补充流动资金，进一步夯实公司龙头地位。

## 二、光伏&储能需求加速逆变器市场增长，磁性元器件市场空间巨大

### （一）光伏储能加速向上，逆变器磁性元器件空间广阔

#### 1、光伏快速发展，储能高歌猛进

分布式、户用加速，光伏装机向上。2021年我国光伏发电新增并网容量54.88GW，其中集中式光伏电站新增25.6GW、分布式光伏电站29.3GW。分布式光伏的一大优势是可以采用“自发自用，余量上网”的模式，在用电需求较大、用户电价较高的中东部地区可以因地制宜发展中小型分布式光伏。在“整县推进”政策支持下，有望快速发展，户用光伏项目保持快速增长，有望再创历史新高。根据CPIA数据，2021年全球光伏新增装机170GW，国内光伏新增装机54.9GW。预计2022年全球光伏新增装机195-240GW，国内光伏新增装机75-90GW。

图表 18 2011~2025 全球光伏新增装机预测（GW）



资料来源：CPIA，华创证券

图表 19 2011~2025 中国光伏新增装机预测（GW）

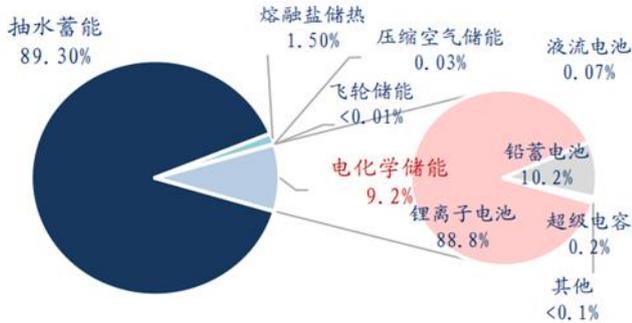


资料来源：CPIA，华创证券

电化学储能为新增储能主流方案。过去国内外储能项目以抽水蓄能为主，截至2020年抽水蓄能在全球储能的装机占比高达89.3%，其次则是电化学储能，占比达9.2%。而在2020

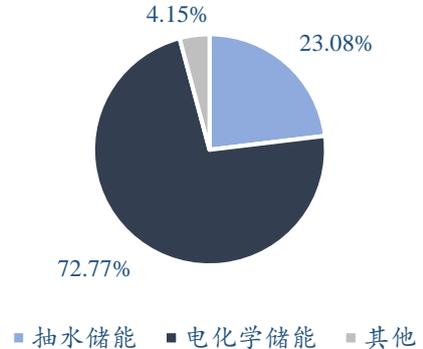
年新增储能装机中，电化学储能装机占比却高达近 73%，是目前主流的储能装机技术方案。

图表 20 抽水蓄能是在运行储能项目主流形式



资料来源：CNESA，转引自前瞻产业研究院，华创证券

图表 21 2020 年全球新增储能项目以电化学为主



资料来源：CNESA，转引自前瞻产业研究院，华创证券

**双碳目标下电化学储能高速发展。**电化学储能累计装机规模从 2014 年的 893.5MW 上升到了 2020 年的 14247.3MW，年化复合增长率高达 48.5%。在光伏、风电高速发展背景下储能项目有望持续高速发展，根据 WoodMackenzie 预测，未来 10 年电化学储能装机将持续高增长，预测年复合增长率将达 31%，2030 年装机规模有望达 741GWh。中国作为电化学纯储能的装机大国和能源革命的先锋，2021-2025 年电化学储能装机累计规模的年化复合增长率在理想状态下能够达到 70.52%。

图表 22 全球电化学储能累计装机规模



资料来源：CNESA，转引自前瞻产业研究院《2021 年中国储能行业全景图谱》，华创证券

图表 23 中国电化学储能累计装机规模

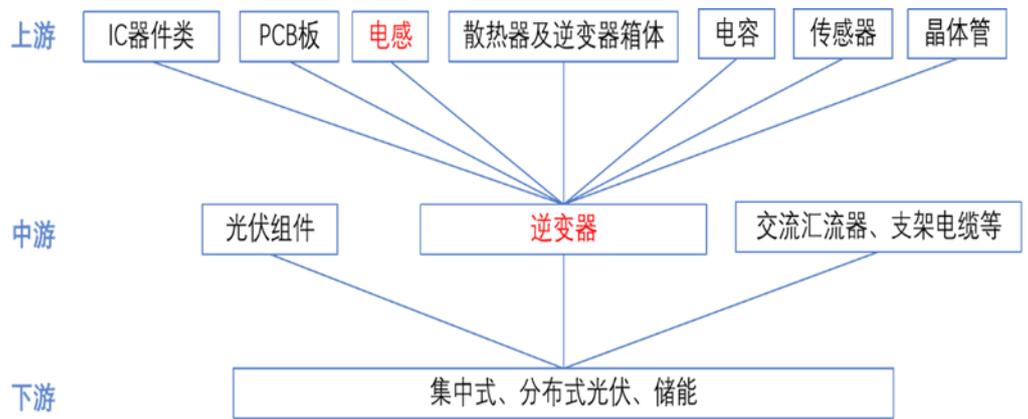


资料来源：CNESA，转引自前瞻产业研究院，华创证券整理

## 2、逆变器是光伏、储能核心部件，磁性元器件空间广阔

**逆变器是光伏&储能核心部件，磁性元器件是逆变器重要上游。**逆变器是将直流电转换为交流电的电力设备，可将直流电转换成频率、幅值可调的交流电，以满足接入电网的质量要求，是新能源发电上网的重要组成部分，属于产业链中游。主要有集中式、集散式、组串式、微逆变器等。**电感等磁性元器件是逆变器重要组成部分。**

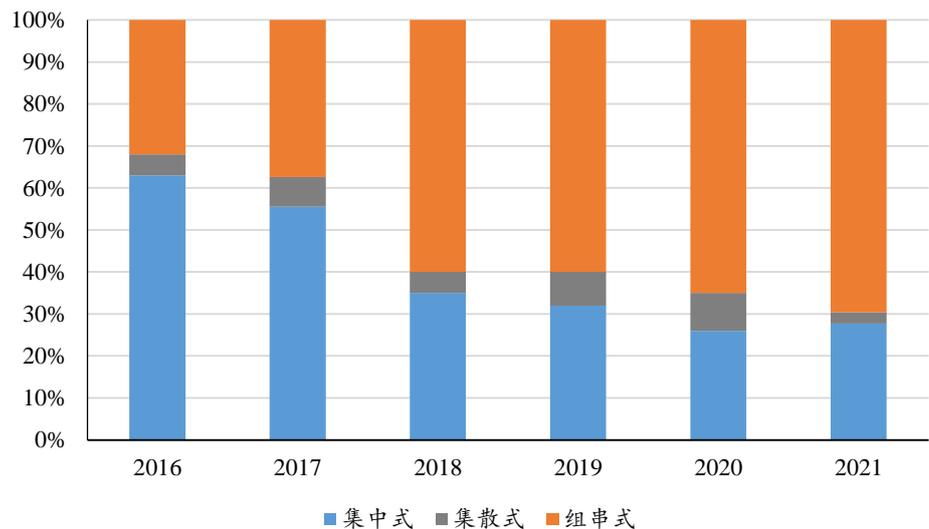
图表 24 逆变器是光伏、储能核心部件



资料来源：锦浪科技招股书，华创证券

分布式光伏崛起，组串式逆变器占比提高。分布式光伏崛起叠加组串式在集中电站的渗透，组串式逆变器占比不断提高，2021年国内组串式逆变器占比达69.6%。

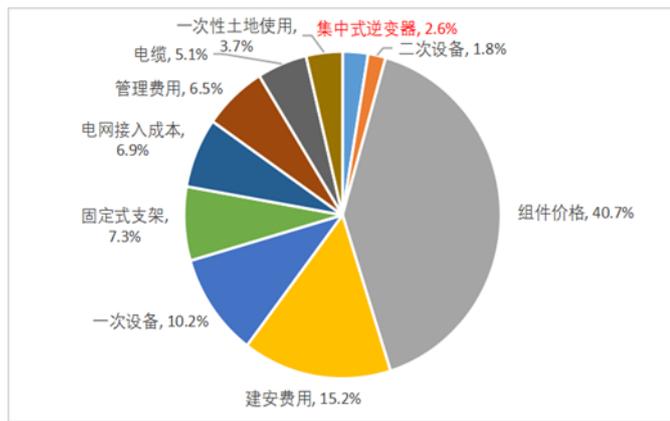
图表 25 组串式逆变器占比提高



资料来源：CPIA，华创证券

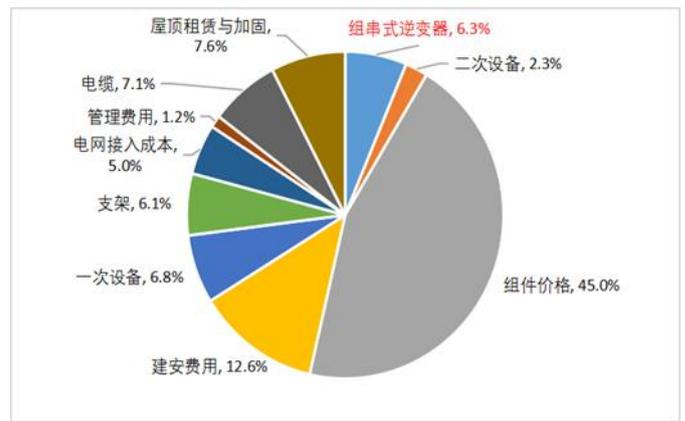
组串式逆变器量增价高。与集中式逆变器相比，组串式逆变器占光伏系统成本6.3%，价值量更高（集中式逆变器占光伏系统成本2.6%）。

图表 26 2019 年集中式光伏系统成本构成



资料来源：CPIA，索比光伏网，华创证券

图表 27 2019 年分布式光伏系统成本构成



资料来源：CPIA，索比光伏网，华创证券

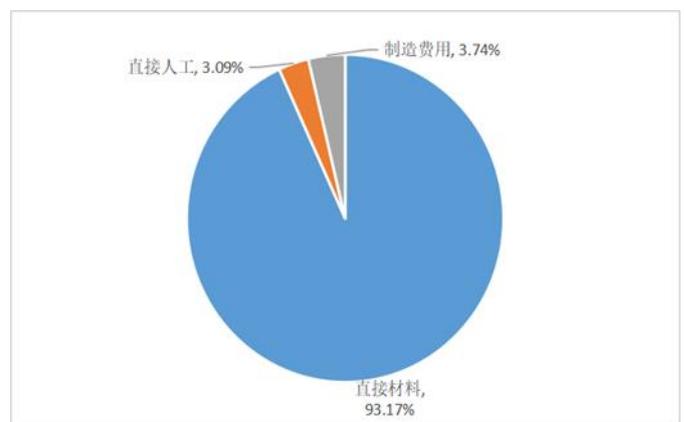
磁性元器件占逆变器成本可达 15%，储能逆变器磁性元器件用量更大。逆变器用磁性元器件包括电感、变压器等，根据固德威数据，2019 年逆变器直接材料成本中电感、变压器分别占比 12.8%和 4.1%，合计占比 16.9%，仅次于机构件的 24.8%，大于半导体器件 10.6%的占比；直接材料占逆变器成本比例 93.17%，由此计算电感和变压器占逆变器总成本 15.7%。储能逆变器增加了 AC/DC 等模块，磁性元器件用量更大。

图表 28 磁性元器件占逆变器直接材料比例高



资料来源：固德威招股书，华创证券

图表 29 逆变器主要成本为直接材料



资料来源：固德威招股书，华创证券

## （二）预计 25 年逆变器磁性元器件市场空间超百亿

逆变器中磁性元器件价值量占比推导：选取近年内披露元器件成本占比的逆变器企业锦浪科技和固德威作为样本，分别计算了其磁性元器件的占比。结果显示，磁性元器件在逆变器成本中占比 11.9%~15.7%，占收入比例为 8%~10.4%，考虑到锦浪科技仅披露电感数据，变压器数据未披露，由此计算的磁性元器件占比有所减小，取磁性元器件占逆变器营收比例 10%进行后续计算。

**图表 30 逆变器中磁性元器件价值量占比推导**

项目	时间	磁性元器件占直接材料%	直接材料占成本%	磁性元器件占成本%	毛利率	磁性元器件占营收%
固德威	2018	16.59%	92.77%	15.39%	32.61%	10.4%
	2019	16.85%	93.17%	15.7%	40.5%	9.3%
锦浪科技	2017	12.81%	92.89%	11.9%	32.82%	8%
	2018	14.14%	93.18%	13.2%	34.12%	8.7%

资料来源：锦浪科技招股书、固德威招股书，华创证券整理

**光伏逆变器磁性元器件市场空间推导：**光伏装机量预测数据采取 CPIA 中性数据(均值)；2020 年逆变器单位价值量(元/W)取阳光电源、锦浪科技、固德威的均值计算得 0.24 元/W。我们计算得出光伏逆变器用磁性元器件市场空间 21 年 39.1 亿，25 年 63 亿，4 年 CAGR 12.7%。

**图表 31 逆变器用磁性元器件市场空间推导**

时间	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
全球光伏装机量(GW)	130	170	217.5	247.5	272.5	300
逆变器价值量(元/W)	0.24	0.23	0.23	0.22	0.22	0.21
磁性元器件占比	10%	10%	10%	10%	10%	10%
磁性元器件市场空间(亿元)	31.2	39.1	50.0	54.5	60.0	63.0

资料来源：CPIA, wind, 华创证券整理

**储能逆变器市场空间推导：**全球储能新增装机量根据 CNESA、CPIA 数据整理，其中电化学储能占比根据 2020 数据取 72%；按配储时间 2h 计算逆变器装机功率；根据固德威披露数据，2019 年储能逆变器价值量在 1.2~1.6 元/W，取 2019 年 1.4 元/W，按照每年 10%降本进行计算。我们计算得 2021 年储能逆变器用磁性元器件市场空间 14.3 亿元，2025 年市场空间 50.4 亿元，4 年 CAGR 37%。根据我们测算光伏&储能逆变器磁性元器件合计市场空间 2021 年 53.4 亿元，2025 年 113.4 亿元，4 年 CAGR 20.7%。

**图表 32 储能用磁性元器件市场空间推导**

时间	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
全球储能新增装机量(GWh)	35	100	130	154	188
电化学储能占比	72%	72%	72%	72%	72%
配储时间(h)	2	2	2	2	2
逆变器装机功率(GW)	13	36	47	55	68
逆变器价值量(元/W)	1.13	1.02	0.92	0.83	0.74
磁性元器件占比	10%	10%	10%	10%	10%
磁性元器件市场空间(亿元)	14.3	36.7	43	45.8	50.4

资料来源：CNESA, CPIA, 固德威年报、招股书，华创证券预测

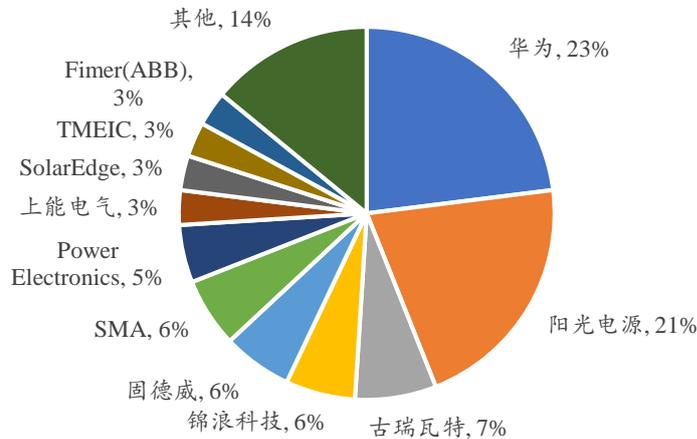
### (三) 绑定头部大客户，享客户+规模优势

公司逆变器用磁性元器件品类齐全。公司逆变器相关产品包括升压电感、逆变电感、共模电感、辅助源、变压器、光伏逆变电源等。

逆变器行业集中度高，公司绑定核心大客户。逆变器市场高度集中，2021 年行业 CR10

达 86%，其中前两名玩家华为、阳光电源分别占据 23%、21% 份额，CR2 44%。公司通过连续多年的研发投入、技术积累储备，与华为、阳光电源、FIMER(ABB)、施耐德集团等逆变器领军企业建立了长期稳定的合作关系具备了先发优势。公司 2012 年获 ABB 优秀供应商，2013 年成为华为核心供应商，同年获施耐德优秀供应商。

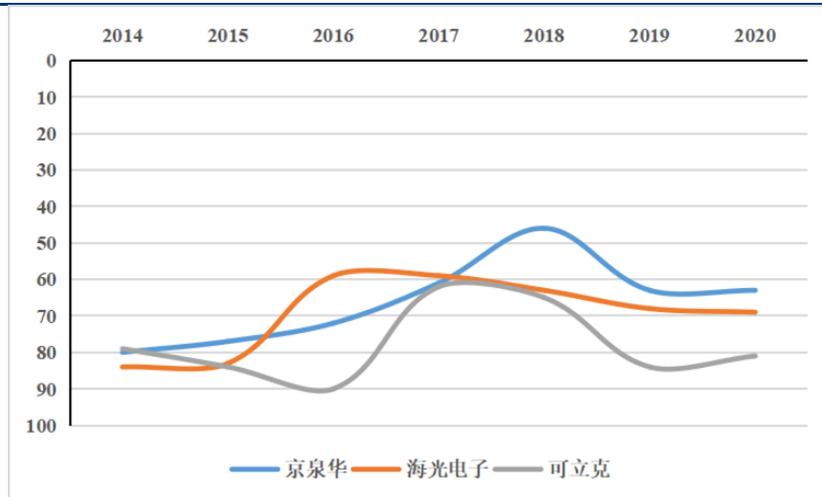
图表 33 2021 年全球逆变器行业集中度高，华为居首



资料来源：Wood Mackenzie，转引自固德威 2022 年定增募集说明书，华创证券

公司为行业龙头，享规模优势。公司为磁性元器件行业龙头，根据中国电子元器件行业协会数据，公司 2014 年以来皆位居行业前列，近年来公司营收稳步增长，排名同步上升，2020 年公司排名升至全国第 63 名。规模优势下公司有望充分受益行业爆发。

图表 34 公司电子元器件行业排名长期位居行业前列



资料来源：中国电子元器件行业协会，华创证券

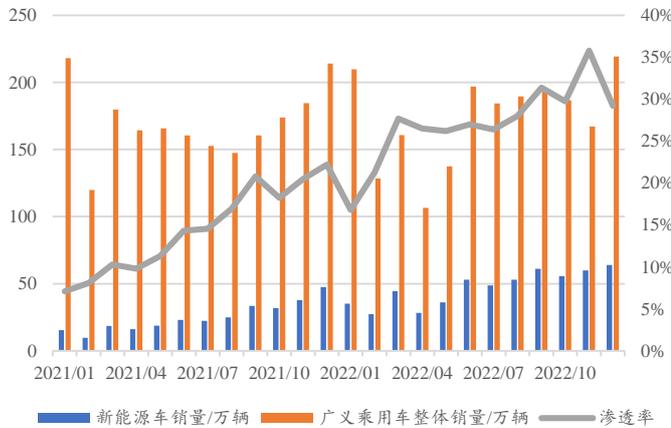
### 三、电动车市场爆发，高门槛车用 OBC & 充电桩磁性元器件空间巨大

#### （一）车载&充电桩磁性元器件应用广泛，800V 架构下车载磁性元器件国产替代加速

新能源车销量不断超预期，车载磁性元器件应用广泛。2021 年初乘联会预测 2021 年全年国内新能源车销量 200 万辆，2025 年销量 600 万辆，5 年 CAGR 34.4%，而 2021 年 1~10

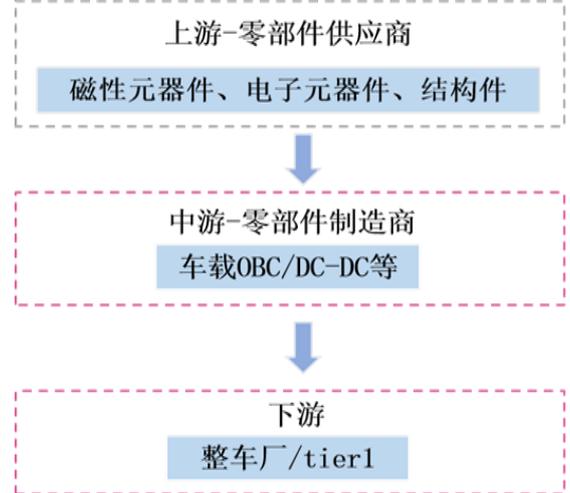
月国内新能源车实际销量就达 213.8 万辆，超过全年预期，2022 年 11 月国内新能源车渗透率 35.8%。磁性元器件广泛应用于新能源车，为新能源车 OBC、DC/DC 等零部件上游。

图表 35 新能源车销量不断超预期



资料来源：乘联会，华创证券

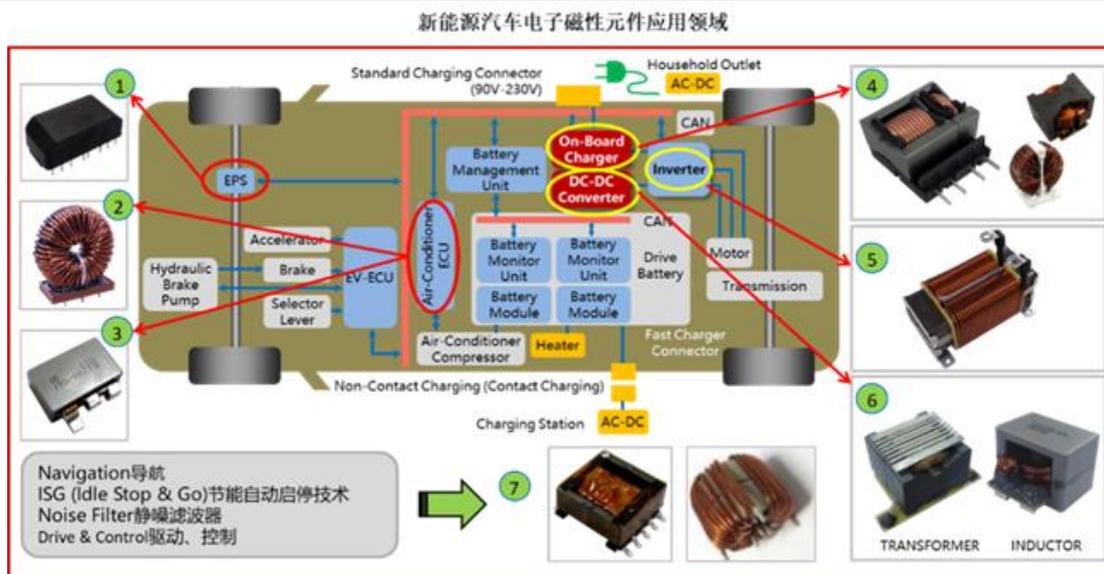
图表 36 磁性元器件为新能源车零部件上游



资料来源：华创证券整理

磁性元器件在车载应用包括车载充电机 OBC 电感/变压器、低压直流转换器电感/变压器（low DC/DC）、高压直流转换器电感（high DC/DC）、滤波器等。

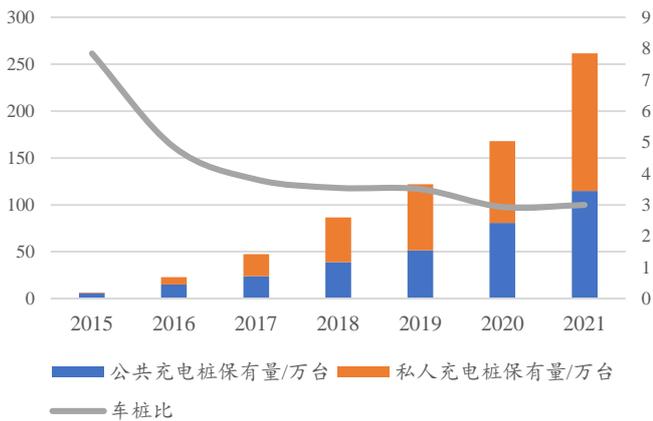
图表 37 磁性元器件广泛应用于新能源车



资料来源：可立克 2020 非公开发行说明书

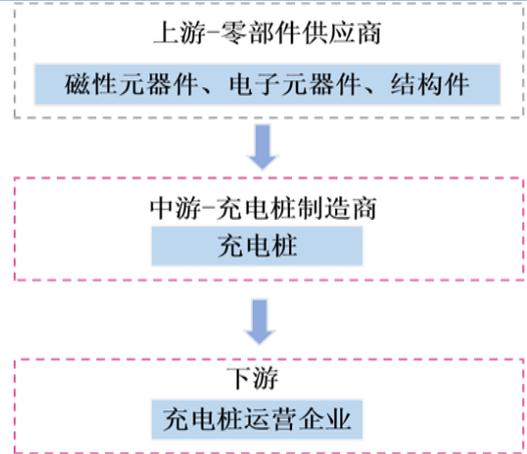
政策+下游需求双重刺激充电桩有望加速，磁性元器件应用于充电桩核心组件。过去几年中国充电桩保有量快速增长，车桩比不断降低，然而截止 2021 年车桩比仍有 3.0，离《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020 年）》1.04 的目标仍有较大差距，在政策+下游需求双重刺激下充电桩有望加速发展。充电桩主要分为充电模块、主控板、充电枪/线束、壳体，充电模块是核心部件之一，具有交直流转换等功能，磁性元器件主要运用于充电模块。

图表 38 充电桩发展迅速



资料来源：前瞻产业研究院，公安部，充电联盟，华创证券

图表 39 磁性元器件应用于充电桩核心组件



资料来源：华创证券整理

**800V 架构下磁性元器件价值量提升，车载磁性元器件国产替代有望加速。**续航里程不足与充电速度慢是新能源车两大短板。提高充电功率主要有大电流低压方案和高压低电流快充方案，大电流方案对散热和线束要求较高，目前主要为特斯拉采用；高压快充方案可有效提升充电效率、提高整车运行效率，保时捷于 2019 年率先推出 800V 电压平台 Taycan 系列，Taycan Turbo S 车型的充电功率最高能达到 350KW，22.5 分钟就可以将容量 93.4kWh 的电池从 5% 充至 80%。基于 800V 架构的快充方案对车载、充电桩磁性元器件都提出了更高要求，价值量有望提升。过去车载磁性元器件主要被日系厂家把控，800V 方案需对车载元器件性能进行重新审核，国产替代迎来窗口期。

图表 40 保时捷 800V 方案架构



资料来源：汽车之家，华创证券

## （二）预计 25 年车载&充电桩磁性元器件市场空间近百亿

**预计车载磁性元器件市场空间 25 年超 70 亿。**根据 EV TANK 数据，2025 年全球新能源车销量 1800 万辆，十年 CAGR 40.3%；根据产业链调研显示纯电动车单车磁性元器件价值量在 300~500 元，取单车价值量 400 元计算。根据我们计算结果 21 年车载磁性元器件市场空间 26 亿元，25 年车载磁性件市场空间有望超 70 亿。

**图表 41 预计车载磁性元器件市场空间有望超 70 亿**

时间	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球新能源车销量（万辆）	331	650	800	1085	1400	1800
单车磁性元器件价值（元）	400	400	400	400	400	400
车载磁性件市场空间（亿元）	13	26	32	43	56	72

资料来源：EV TANK，华创证券整理

**预计充电桩磁性元器件市场空间 25 年达 25 亿。**根据充电联盟数据 2018~2019 年国内充电桩保有量交流、直流桩比例为 6:4，假设全球充电桩交直流保持这个比例；2019 年新增直流充电桩平均功率为 116KW，未来随着高压快充方案不断推进装机功率有望持续提高；假设 2021 年以后商用车占新能源车比例为 5%，商用车采用换电模式，不配套建设充电桩；根据产业链调研显示目前充电桩每 20~30kw 为 1 模块，每个模块磁性元器件价值量 200 元，假设交流电每桩采用 1 个模块，直流桩每个采用 4 个模块。根据我们计算结果 21 年充电桩磁性元器件市场空间 9 亿元，25 年充电桩磁性件市场空间有望达 25 亿。

**图表 42 充电桩磁性元器件 25 年市场空间有望达 25 亿**

时间	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球新能源车销量（万辆）	331	650	800	1085	1400	1800
商用车比例	5%	5%	5%	5%	5%	5%
车桩比	3	3	3	3	3	3
交流桩占比	60%	60%	60%	60%	60%	60%
直流桩占比	40%	40%	40%	40%	40%	40%
交流桩模块数	1	1	1	1	1	1
直流桩模块数	4	4	4	4	4	4
单模块磁性元器件价值量（元）	200	200	200	200	200	200
充电桩磁性件市场空间（亿元）	5	9	11	15	20	25

资料来源：EV TANK，乘联会，充电联盟，头豹研究院，华创证券整理

### （三）十年磨一剑，国产替代正当时

**车载、充电桩磁性元器件享先发优势，产品线齐全。布局历史：**公司自 2011 年起已开始从事汽车电子相关业务，并于 2018 年单独成立新能源车载磁性元器件事业部；在充电桩领域公司自 2013 年开始与 ABB 在新能源车充电桩、光伏特种变压器上开展合作，是国内最早一批从事充电桩磁性元件的厂家。**产品方面：**公司现已成功研制出应用于新能源汽车 OBC 车载充电机、DC-DC 直流转换器、电控驱动转换器件和充电器件等电动车核心磁性元器件；在充电桩领域公司产品包括各种电抗器、PFC 电感器、三相滤波器等各种磁性元器件。

图表 43 公司车载产品布局



资料来源：公司官网，华创证券

客户资源优质，彰显综合实力。在车载领域公司拥有华为、比亚迪、美国、法雷奥、KOSTAL 等客户资源，已通过上述客户审厂和产品认证，并实现了批量供货；在充电桩领域公司与 ABB 等大客户形成了良好的关系。

图表 44 公司部分车载产品客户



资料来源：公司 2020 年非公开发行预案，华创证券

车载磁性元器件高门槛，国产替代正当时。相对于传统磁性产品来说，车载磁性元器件具有高安全性、高可靠性、高集成性的产品性能要求，生产工艺更加复杂，生产过程更加精细，车载磁性元器件的产品附加值更高。传统车话语权主要被国外公司掌握，车载磁性元器件被 TDK、田村等日企把持。新能源车领域以华为、比亚迪为首的国产整车厂/tier1 异军突起，为上游零部件国产替代奠定了基础。公司为新能源车磁性元器件事业部设置了研究实验室专门从事汽车电子技术的研究，截止 2020 年 2 月公司汽车电子相关的专利 17 项（包含 2 项发明专利），电动车核心部件 OBC/DCDC 磁性元器件已经实现了出货，公司作为国产磁性元器件龙头有望在本轮新能源车浪潮中加速实现国产替代。

#### 四、盈利预测与投资建议

**关键假设。**公司盈利预测基于以下几点关键假设：

(1) 公司下游光伏&储能逆变器、新能源车、充电桩快速发展，公司大客户新能源业务保持快速增长。

(2) 公司磁性元器件产品相对成熟，价值量保持相对稳定。

(3) 公司产品交付能力较强，未来在大客户份额稳中有升。

(4) 随着汇率、大宗商品价格对公司影响逐渐消退，高毛利率的新能源车磁性元器件占比逐渐提高。

**盈利预测与投资建议。**公司作为磁性元器件龙头，有望充分受益本轮逆变器、新能源车、充电桩增长。车载磁性元器件壁垒高，过去主要被国外厂家把持，国产新能源车厂家&tier1 崛起打开了国产替代窗口期，公司新能源车业务布局深远，服务头部客户，我们看好公司新能源车磁性元器件国产替代成长路径。我们预测公司 2022~2024 年的归母净利润为 1.42 亿/3.40 亿/4.91 亿，对应 EPS 为 0.78 元/1.87 元/2.70 元。参考锦浪/固德威/可立克等可比公司估值，考虑到公司成长性，我们给予公司 2023 年 30 倍 PE，目标市值 101 亿（目标价 56 元），给予“强推”评级。

图表 45 与可比公司相比公司估值较低（对应 2023 年 2 月 1 日收盘价）

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE			
			2020A	2021A	2022E	2023E	2020A	2021A	2022E	2023E
300763.SZ	锦浪科技	171.35	2.18	1.91	2.87	5.68	68	121	60	30
688390.SH	固德威	403.60	2.96	3.18	4.17	9.73	80	145	97	42
002922.SZ	可立克	20.07	0.43	0.06	0.29	0.83	31	324	68	24
	平均值						60	197	75	32
002885.SZ	京泉华	38.35	0.18	0.11	0.78	1.87	84	236	49	20

资料来源：wind，华创证券（锦浪科技、固德威、可立克使用 wind 一致预期数据）

#### 五、风险提示

**原材料涨价风险：**公司原材料成本占比高，铜等大宗商品涨价对公司盈利能力会造成影响。

**汇率波动风险：**公司海外业务占比高，汇率大幅波动将影响公司财务费用及毛利率。

**下游需求不及预期风险：**公司主要下游为光伏储能、新能源车及充电桩，下游需求不及预期将对公司收入、盈利端造成影响。

**控制权变更风险：**2022 年 8 月 16 日公司公告 2022 年非公开发行预案，拟募集资金总额不超过 4.35 亿元，截止预案发布日张立品合计控制公司有表决权股份 4,746.24 万股，占公司总股本的 26.37%，为发行人的控股股东、实际控制人。按照本次非公开发行的股票数量上限 5,400 万股测算，如果实际控制人及一致行动人不参与本次发行认购，则本次发行完成后，公司实际控制人张立品合计控制有表决权股份比例为 20.28%，较发行前有所下降，公司存在实际控制权变更的风险；公司实控人若后续大额减持公司控制权存在变更风险。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	198	334	399	608
应收票据	0	0	0	0
应收账款	644	741	1,111	1,579
预付账款	22	10	16	28
存货	408	520	765	1,117
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	72	138	180	267
流动资产合计	1,344	1,743	2,471	3,599
其他长期投资	78	78	78	78
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	373	437	596	739
在建工程	0	100	200	200
无形资产	23	21	19	17
其他非流动资产	52	50	47	45
非流动资产合计	526	686	940	1,079
<b>资产合计</b>	<b>1,870</b>	<b>2,429</b>	<b>3,411</b>	<b>4,678</b>
短期借款	156	206	256	306
应付票据	227	203	292	455
应付账款	500	725	1,034	1,494
预收款项	0	0	0	0
合同负债	4	8	11	16
其他应付款	21	21	21	21
一年内到期的非流动负债	56	56	56	56
其他流动负债	32	48	74	107
流动负债合计	996	1,267	1,744	2,455
长期借款	42	192	392	542
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	23	23	23	23
非流动负债合计	65	215	415	565
<b>负债合计</b>	<b>1,061</b>	<b>1,482</b>	<b>2,159</b>	<b>3,020</b>
归属母公司所有者权益	813	957	1,262	1,668
少数股东权益	-4	-10	-10	-10
<b>所有者权益合计</b>	<b>809</b>	<b>947</b>	<b>1,252</b>	<b>1,658</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,870</b>	<b>2,429</b>	<b>3,411</b>	<b>4,678</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-131</b>	<b>127</b>	<b>141</b>	<b>295</b>
现金收益	78	185	398	579
存货影响	-98	-112	-245	-352
经营性应收影响	-226	-71	-361	-465
经营性应付影响	209	201	397	625
其他影响	-93	-76	-49	-92
<b>投资活动现金流</b>	<b>26</b>	<b>-200</b>	<b>-300</b>	<b>-200</b>
资本支出	-41	-203	-302	-202
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	67	3	2	2
<b>融资活动现金流</b>	<b>30</b>	<b>209</b>	<b>224</b>	<b>114</b>
借款增加	9	200	250	200
股利及利息支付	-14	-44	-95	-133
股东融资	0	0	0	0
其他影响	35	53	69	47

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,910</b>	<b>2,520</b>	<b>3,740</b>	<b>5,385</b>
营业成本	1,693	2,155	3,093	4,445
税金及附加	4	5	7	11
销售费用	36	44	45	65
管理费用	63	76	93	135
研发费用	91	81	105	151
财务费用	18	10	13	29
信用减值损失	-5	-5	-5	-5
资产减值损失	-14	-15	-15	-15
公允价值变动收益	-9	0	0	0
投资收益	13	0	0	0
其他收益	22	20	15	15
<b>营业利润</b>	<b>12</b>	<b>150</b>	<b>378</b>	<b>545</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>12</b>	<b>150</b>	<b>378</b>	<b>545</b>
所得税	-6	15	38	54
<b>净利润</b>	<b>18</b>	<b>135</b>	<b>340</b>	<b>491</b>
少数股东损益	-2	-7	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>20</b>	<b>142</b>	<b>340</b>	<b>491</b>
NOPLAT	44	143	351	516
EPS(摊薄) (元)	0.11	0.78	1.87	2.70

**主要财务比率**

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	45.4%	32.0%	48.4%	44.0%
EBIT 增长率	-52.5%	418.6%	144.9%	46.9%
归母净利润增长率	-39.2%	610.9%	140.1%	44.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	11.3%	14.5%	17.3%	17.4%
净利率	0.9%	5.4%	9.1%	9.1%
ROE	2.5%	15.0%	27.2%	29.6%
ROIC	3.0%	11.5%	19.9%	22.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	56.7%	61.0%	63.3%	64.6%
债务权益比	34.3%	50.4%	58.1%	56.0%
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.2
应收账款周转天数	101	99	89	90
应付账款周转天数	98	102	102	102
存货周转天数	76	77	75	76
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.11	0.78	1.87	2.70
每股经营现金流	-0.72	0.70	0.78	1.63
每股净资产	4.48	5.27	6.96	9.19
<b>估值比率</b>				
P/E	354	50	21	14
P/B	9	7	6	4
EV/EBITDA	216	79	36	25

## 电子组团队介绍

### **TMT 大组组长、首席电子分析师：耿琛**

美国新墨西哥大学计算机硕士。曾任新加坡国立大计算机学院研究员，中投证券、中泰证券研究所电子分析师。2019 年带领团队获得新财富电子行业第五名，2016 年新财富电子行业第五名团队核心成员，2017 年加入华创证券研究所。

### **分析师：熊翊宇**

复旦大学金融学硕士，3 年买方研究经验，曾任西南证券电子行业研究员，2020 年加入华创证券研究所。

### **分析师：岳阳**

上海交通大学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

### **助理研究员：王帅**

西南财经大学硕士。2021 年加入华创证券研究所。

### **助理研究员：姚德昌**

同济大学硕士。2021 年加入华创证券研究所。

### **研究员：吴鑫**

复旦大学资产评估硕士，1 年买方研究经验。2022 年加入华创证券研究所。

### **研究员：高远**

西南财经大学硕士。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	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	张嘉慧	销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	王春丽	销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
私募销售组	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@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