

同力日升(605286)

报告日期: 2022年09月12日

## 电梯部件提供安全边际, 储能/新能源打开成长空间

### ——同力日升深度报告

#### 投资要点

- 深耕电梯部件业务, 外延并购, 开拓储能/新能源电站第二主业**  
 公司主营电梯部件及电梯金属材料的研发、生产和销售; 2022年完成对天启鸿源收购, 开拓储能/新能源电站第二主业。2021年公司实现营收、归母净利润23/1.5亿元, 同比增长31%/2.6%。2016-2021年公司营收、归母净利润CAGR分别达16%/8%, ROE常年维持在20%以上, 经营稳健向上。
- 电梯部件及材料业务: 稳健增长, 公司市占率具持续提升空间**  
 受下游房地产、轨交市场增速放缓影响, 电梯整机及部件市场增速整体平稳, 2021年中国电梯配件市场空间约583亿元, 2017-2021年CAGR为6%。公司积极拓宽产品品类, 向上游金属材料一体化布局, 重视研发创新, 与下游多家世界500强企业稳定合作近20年, 传统主业实力雄厚, 市占率有望进一步提升。
- 储能业务: 凭度电成本优势发力用户侧, 预计2022-2024年营收CAGR75%**  
 电化学储能是全球第二大储能模式(占比12%), 2021年全球市场空间约372亿元, 至2025年CAGR约68%。电化学储能市场下游需求多样, 储能系统集成商百花齐放。公司致力于用户侧储能市场, 自主掌握PCS/EMS/BMS核心技术, 独有“天启AI储存模块”方案, 度电成本行业领先, 有望迅速打开用户侧市场。
- 新能源电站业务: 项目经验、资源丰富, 预计2022-2024年营收CAGR141%**  
 碳中和政策驱动, 叠加未来光伏价格和成本持续下降, 光伏装机有望迎来10年10倍增长; 风电进入平价阶段, 2021-2025年新增装机量CAGR约14%。天启鸿源团队起源于知名企业广核太阳能有限公司, 参与过多个业内知名项目建设, 荣誉奖项丰富, 在手项目充足, 业绩增长确定性强。
- 股权激励计划发布, 2022-2024年三年净利润考核目标合计4.8亿元**  
 公司向天启鸿源15位核心人员授予限制性股票1000万股, 2022-2024年业绩考核目标为净利润不低于8000/15000/25000万元, 三年合计目标净利润4.8亿元, 较收购时3.21亿元的业绩承诺上调近50%, 彰显新业务发展信心。
- 盈利预测与估值**  
 公司深耕电梯配件市场, 电化学储能、新能源电站业务打开成长空间。预计2022-2024年实现归母净利润2.0/4.2/6.2亿元, 同比增长30%/113%/48%, 对应EPS为1.2/2.5/3.7元, 对应PE为40/19/13倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示**  
 原材料价格波动风险、储能/新能源电站业务进展低于预期风险

#### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	2296	4263	8079	10637
(+/-) (%)	31%	86%	90%	32%
归母净利润	151	196	418	617
(+/-) (%)	0%	30%	113%	48%
每股收益(元)	0.90	1.17	2.49	3.67
P/E	52	40	19	13

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(首次)

分析师: 邱世梁  
 执业证书号: S1230520050001  
 qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君  
 执业证书号: S1230520080005  
 wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 张杨  
 执业证书号: S1230522050001  
 zhangyang01@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥46.69
总市值(百万元)	7,843.92
总股本(百万股)	168.00

#### 股票走势图



#### 相关报告

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2022-2024 年实现营业收入 42.6/80.8/106.4 亿元，同比增长 86%/90%/32%，实现归母净利润 2.0/4.2/6.2 亿元，同比增长 30%/113%/48%，对应 EPS 为 1.2/2.5/3.7 元，以 2022 年 9 月 9 日收盘价计算，对应 PE 为 40/19/13 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 关键假设

- 1) “碳中和”目标指引下，光伏、风电装机量景气上行，储能调峰、调频需求爆发。
- 2) 公司电梯部件及金属材料业务市占率稳步向上。

### ● 我们与市场的观点的差异

市场担心公司传统电梯业务与储能/新能源电站业务行业跨度较大，协同效应不显著。

我们认为，公司电梯部件业务优秀的钣金加工能力可向新能源方向拓展，也可为储能/新能源电站业务提供充沛的现金流，具备一定的协同效应。

天启鸿源团队掌握领先的 PCS、EMS、BMS 核心技术，但硬件制造端较薄弱。公司传统电梯部件业务深耕多年，具备优秀的钣金加工能力，可为储能/新能源电站业务提供硬件配套。

公司的储能/新能源电站业务商业模式需要较大资金量，电梯部件业务盈利情况稳定，可为新业务提供充沛的现金流支持。

### ● 股价上涨的催化因素

天启鸿源收购落地；在手批复饱满；“碳中和”政策稳步推进。

### ● 风险提示

原材料价格波动风险、储能/新能源电站业务进展低于预期风险。

## 正文目录

<b>1 深耕电梯行业，外延并购切入电化学储能、新能源电站市场</b>	<b>5</b>
1.1 公司打造电梯部件/电梯金属材料、储能/新能源电站双主业	5
1.2 股权结构集中，股权激励激发团队凝聚力	6
1.3 五年营收、归母净利润 CAGR 达 16%、8%，ROE 水平较高	8
<b>2 电梯部件及金属材料：精益求精，平稳发展</b>	<b>9</b>
2.1 随下游房地产、轨交市场增速放缓，电梯需求增速整体平稳	9
2.2 2021 年中国电梯配件市场空间约 583 亿元，四年复合增速约 6%	10
2.3 公司深耕电梯部件及电梯金属材料，与整梯龙头合作关系稳定	12
<b>3 储能/新能源电站：“风光”装机高景气，打开成长空间</b>	<b>12</b>
3.1 光伏 10 年迎 10 倍增长，风电“十四五”年均新增装机量约 64GW	12
3.2 2021 年全球储能市场空间约 372 亿元，至 2025 年 CAGR 约 68%	13
3.3 天启鸿源经验丰富、技术领先，在手订单饱满、未来发展可期	17
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>18</b>
4.1 盈利预测	18
4.2 估值分析与投资建议	20
<b>5 风险提示</b>	<b>20</b>

## 图表目录

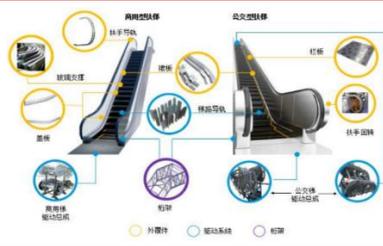
图 1: 公司电梯部件及电梯金属材料业务.....	5
图 2: 2021 年公司营业收入构成 (按产品) .....	5
图 3: 公司扶梯、直梯部件业务毛利率较高.....	5
图 4: 天启鸿源已推出标准化的储能系统集成产品.....	6
图 5: 天启鸿源新能源电站业务分为两类.....	6
图 6: 公司股权架构 (截至 2022 年一季度) .....	7
图 7: 2016-2021 年公司营收 CAGR 达 16% .....	8
图 8: 2016-2021 年公司归母净利润 CAGR 达 8%.....	8
图 9: 公司毛利率从 2016 年的 23.8%下降至 2021 年的 14.4%.....	8
图 10: 公司净利率从 2016 年的 9.1%下降至 2021 年的 6.6%.....	8
图 11: 公司销售、管理、财务费用率稳步下降.....	9
图 12: 2021 年公司研发费用 0.7 亿元, 同比增长 45%.....	9
图 13: 公司 ROE 常年维持在 20%以上.....	9
图 14: 公司资产周转率逐年提升.....	9
图 15: 2018-2021 年我国房屋新开工面积 CAGR 为-2% .....	10
图 16: 2010-2020 年我国铁路、地铁建设速度放缓.....	10
图 17: 2021 年中国电梯产量同比增长 21%.....	10
图 18: 2021 年中国电梯保有量同比增长 6%.....	10
图 19: 电梯制造产业链.....	11
图 20: 2017-2021 年中国电梯配件行业市场规模 CAGR 为 6%.....	11
图 21: 公司主要客户全球市场份额数据及供应产品.....	12
图 22: 光伏 2030 年装机需求量计算逻辑.....	13
图 23: 2030 年主要国家装机需求合计预计达 1246-1491GW .....	13
图 24: 2021-2025 年中国新增风电装机量 CAGR 达 14%.....	13
图 25: 2021-2025 年中国电化学储能累计规模 CAGR 或达 78%.....	15
图 26: 2021 年电化学储能在全球储能累计装机中占比约 12%.....	15
图 27: 2021 年国内市场储能系统出货量前十厂商 .....	16
图 28: 2021 年海外市场储能系统出货量前十厂商 .....	16
图 29: 天启鸿源已自主掌握 PCS、EMS、BMS 核心技术.....	17
图 30: 天启鸿源荣誉奖项情况.....	17
图 31: 天启鸿源业务周期在一年以内的订单情况.....	18
图 32: 天启鸿源业务周期在一年以上的已签约/中标项目 .....	18
表 1: 本次激励计划已授予的限制性股票在各激励对象间的分配情况.....	7
表 2: 本次激励计划的接触限售安排及业绩考核目标.....	7
表 3: 储能技术路线比较及应用场景.....	14
表 4: 电化学储能在电力系统各环节的应用.....	15
表 5: 2021-2025 年全球、中国电化学储能市场空间 CAGR 分别达 59%、61%.....	16
表 6: 天启鸿源核心团队经验丰富.....	17
表 7: 公司业务分拆表.....	19
表 8: 公司与可比公司估值比较.....	20
表附录: 三大报表预测值.....	21

## 1 深耕电梯行业，外延并购切入电化学储能、新能源电站市场

### 1.1 公司打造电梯部件/电梯金属材料、储能/新能源电站双主业

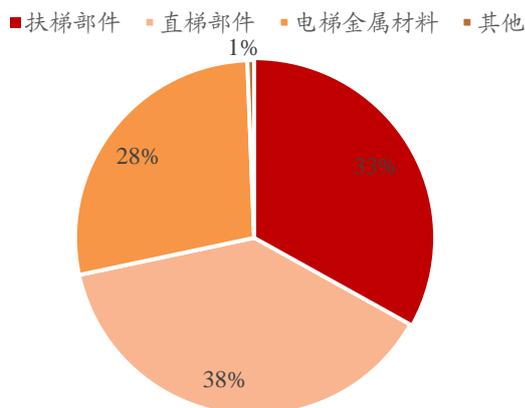
公司传统业务为电梯部件及电梯金属材料的研发、生产和销售。公司电梯零部件业务可分为扶梯部件、直梯部件、电梯金属材料部件三大产品类型。2021年，扶梯部件、直梯部件、电梯金属材料部件营收占比分别为33%、38%、28%，毛利率分别为19%、16%、6%。

图1：公司电梯部件及电梯金属材料业务

业务	产品	具体产品内容	产品图示
扶梯部件	外覆件	裙板、盖板、玻璃支撑、栏板、扶手回转等	
	驱动系统	驱动总成、梯路导轨、扶手导轨等	
	桁架	扶梯桁架	
	其他部件	扶梯其他类型零部件	
直梯部件	井道部件	导轨支架、曳引机支架、对重架、保护屏组件、缓冲器支架等	
	轿厢部件	轿厢上/下梁、直梁、轿顶/底、轿底托架、轿壁等	
电梯金属材料	<p>电梯金属材料主要产品为电梯或电梯部件厂家生产的各种类型不锈钢产品，要对高强度的不锈钢金属材料做对角线、平整度、表面纹路的处理，并实现不同规格的规模化裁切，对制造商的工艺技术水平及设备要求高。公司近年来投入了大量资金引入 IEMAS 不锈钢磨砂线、纵/横剪生产线等自动化设备，先进的设备配合经验丰富的生产技术人员，使得公司具有质量高、效率快、成本控制好等优势。</p>		

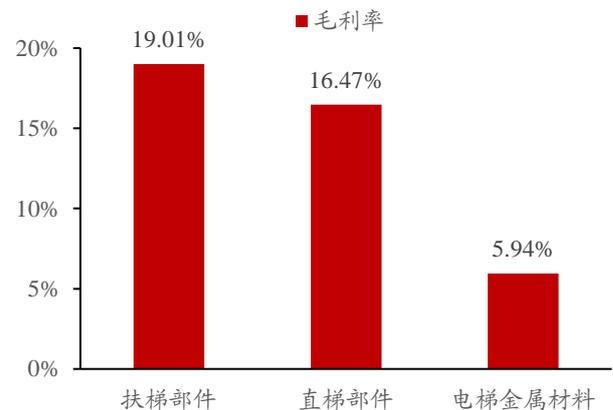
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图2：2021年公司营业收入构成（按产品）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图3：公司扶梯、直梯部件业务毛利率较高

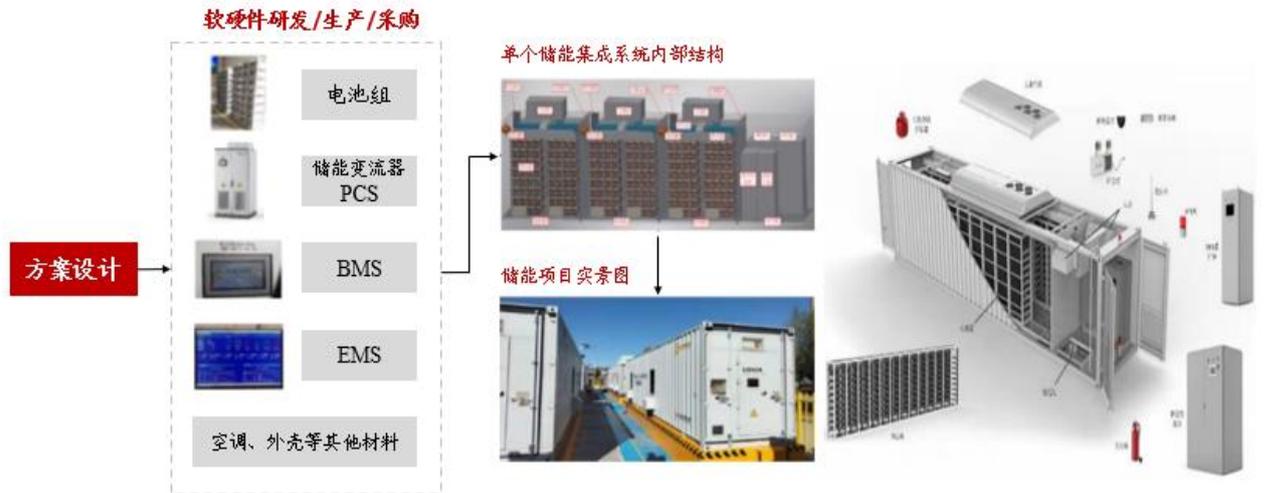


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

电梯制造行业进入成熟期，公司外延并购打开成长空间。公司传统电梯零部件业务与房地产建设、城轨交通建设景气度关联性强，随着我国城市化率达到较高水平，公司传统业务增速放缓，公司外延并购天启鸿源，切入“双碳”赛道，打开成长空间，并利用传统业务优势，向定制化程度较高的新能源储能箱体结构件领域拓展。

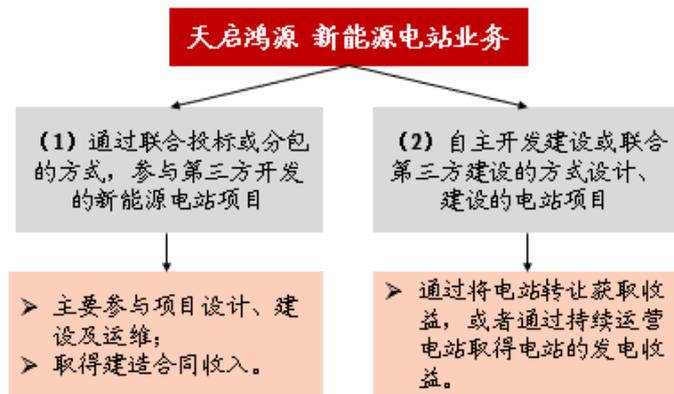
公司收购天启鸿源，布局电化学储能、新能源电站业务。2022年5月12日，公司以现金方式收购北京天启鸿源新能源科技有限公司51%股权落地，开始将天启鸿源纳入公司合并报表范围。天启鸿源成立于2019年4月，主要业务涉及新能源电站的开发、设计、建设、运维的全生命周期服务，以及电化学储能的系统集成服务和一定的设备提供、储能系统安装服务。

图4：天启鸿源已推出标准化的储能系统集成产品



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图5：天启鸿源新能源电站业务分为两类

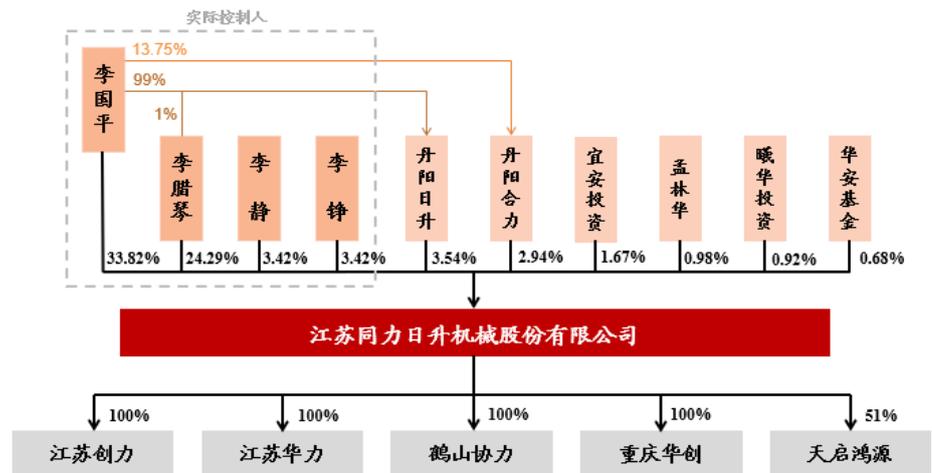


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 1.2 股权结构集中，股权激励激发团队凝聚力

公司的控股股东是李国平、李腊琴夫妇，实际控制人是李国平、李腊琴夫妇及其子女李静、李铮。公司实际控制人合计持有公司68.89%的股份。其中，李国平担任公司的董事长、总经理，直接持有及通过丹阳日升、丹阳合力间接持有公司合计37.73%的股权。

图6: 公司股权架构 (截至 2022 年一季度)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

发布股权激励计划, 向天启鸿源 15 位核心人员授予限制性股票 1000 万股。2022 年 9 月 7 日, 公司以 17.34 元/股的价格, 授予限制性股票 1000 万股 (占公司股本总额的 5.95%), 激励对象总人数为 15 人, 包括天启鸿源的董事、高管、中层管理人员及对天启鸿源影响较大的其他核心人员。其中, 天启鸿源董事长、总经理王野获授 236 万股 (占比 23.6%), 天启鸿源董事沈聪获授 160 万股 (占比 16%)。

表1: 本次激励计划已授予的限制性股票在各激励对象间的分配情况

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
1	王野	天启鸿源董事长、总经理	236	23.6%	1.4%
2	沈聪	天启鸿源董事	160	16.0%	0.95%
	中层管理人员及核心员工 (共 13 人)		604	60.4%	3.6%
	合计 (15 人)		1000	100%	5.95%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

业绩考核目标为 4.8 亿元, 新业务业绩增长确定性强。本次股权激励计划分三期解禁, 对天启鸿源的业绩考核目标为: 2022-2024 年净利润不低于 8000/15000/25000 万元, 三年累计净利润 4.8 亿元, 较收购时 3.21 亿的业绩承诺上调近 50%。

表2: 本次激励计划的接触限售安排及业绩考核目标

解除限售期	解除限售时间	解除限售比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	20%	2022 年天启鸿源净利润不低于 8,000 万元
第二个解除限售期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	50%	2023 年天启鸿源净利润不低于 15,000 万元
第三个解除限售期	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%	2024 年天启鸿源净利润不低于 25,000 万元

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 1.3 五年营收、归母净利润 CAGR 达 16%、8%，ROE 水平较高

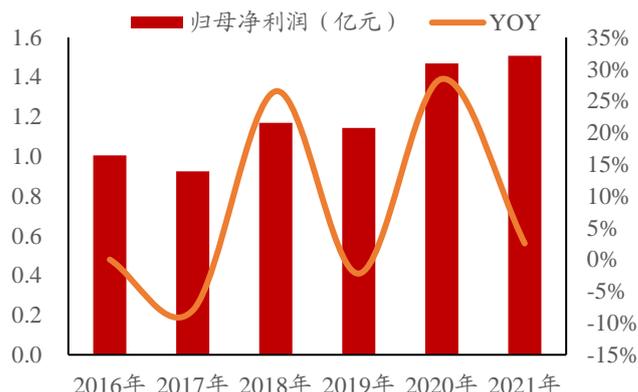
2016-2021 年，公司营业收入复合增速 16%，归母净利润复合增速 8%。公司持续丰富电梯零部件业务产品线，为客户提供一站式多样性服务，市占率逐步提升，营业收入稳步增长。2021 年公司实现营业收入 22.96 亿元，同比增长 31.24%；实现归母净利润 1.51 亿元，同比增长 3%。2021 年公司增收不增利，主要系公司主要原材料不锈钢、碳钢波动影响所致。

图7：2016-2021 年公司营收 CAGR 达 16%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

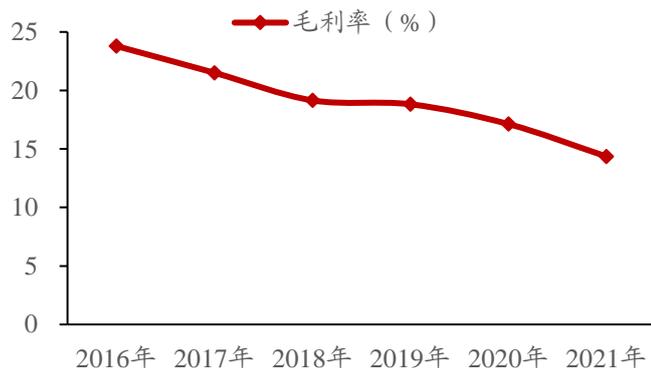
图8：2016-2021 年公司归母净利润 CAGR 达 8%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

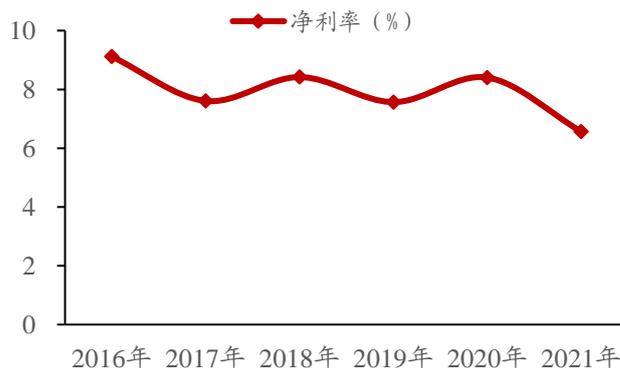
2016-2020 年，公司净利率稳定，费用管控能力提升，销售、管理、财务费用率降低。2021 年原材料价格波动影响下，公司毛利率、净利率下滑。2021 年，公司实现毛利率 14.4%，净利率 6.6%。公司重视研发，2021 年研发费用 0.7 亿元，同比增长 45%。

图9：公司毛利率从 2016 年的 23.8% 下降至 2021 年的 14.4%



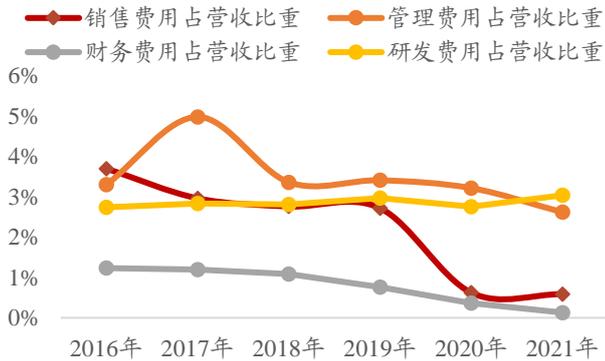
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10：公司净利率从 2016 年的 9.1% 下降至 2021 年的 6.6%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图11: 公司销售、管理、财务费用率稳步下降



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

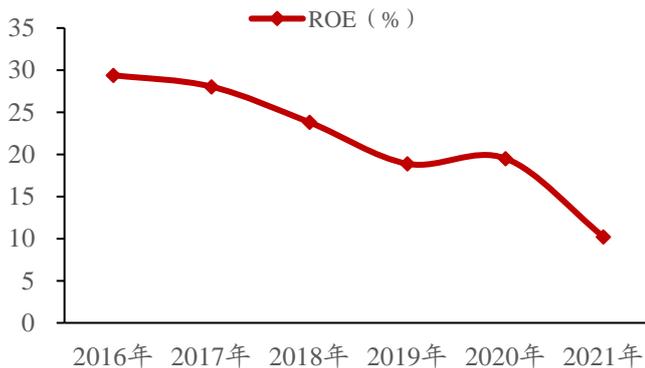
图12: 2021年公司研发费用0.7亿元, 同比增长45%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

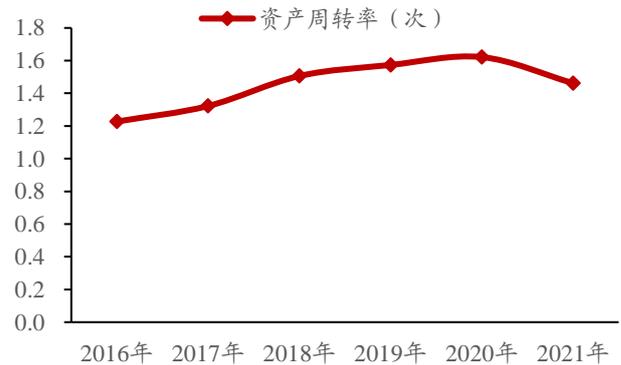
**ROE水平较高, 资产周转率稳步提升。**不考虑2021年首发募集资金的净资产大幅增加, 公司ROE常年维持在20%以上, 资产周转率逐年提升, 从2016年的1.23次提升至2020年的1.62次。

图13: 公司ROE常年维持在20%以上



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 公司资产周转率逐年提升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 2 电梯部件及金属材料: 精益求精, 平稳发展

### 2.1 随下游房地产、轨交市场增速放缓, 电梯需求增速整体平稳

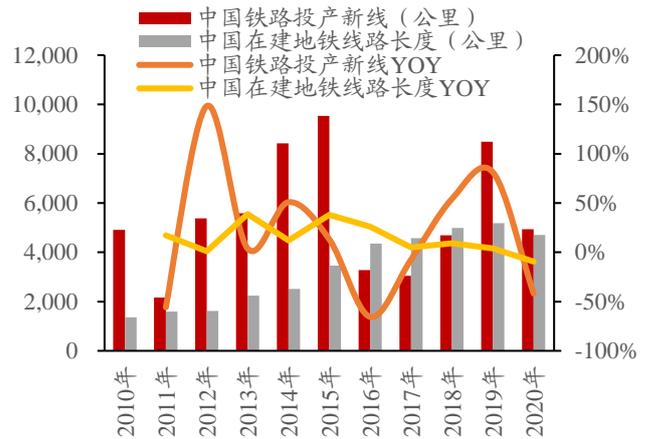
电梯部件及电梯金属材料市场受下游整梯市场需求影响大, 已进入平稳发展阶段。电梯整梯市场短期需求与房地产、轨交建设景气度相关性较强。受宏观经济增速放缓、城镇化水平逐步提升、以及房地产调控政策影响, 2018-2021年我国房屋新开工面积复合增速为-2%, 2017-2020年我国铁路投产新线复合增速为18%, 中国在建铁路线路长度复合增速为1%。

图15: 2018-2021年我国房屋新开工面积 CAGR 为-2%



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图16: 2010-2020年我国铁路、地铁建设速度放缓



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

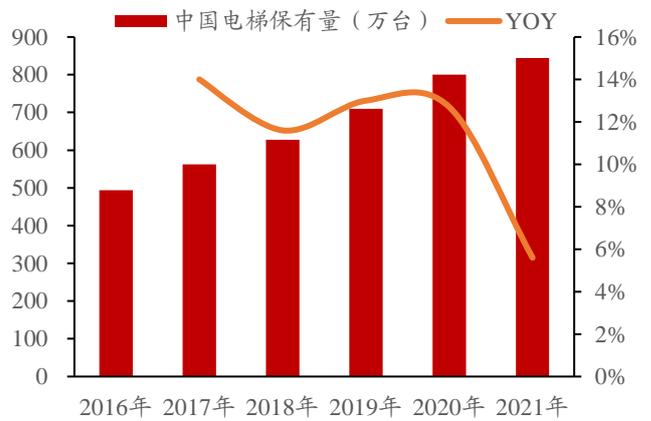
中国电梯产量、保有量增速趋缓。根据中国电梯协会, 2021年中国电梯产量达到154.5万台, 同比增长21%; 2021年中国电梯保有量844万台, 同比增长6%。

图17: 2021年中国电梯产量同比增长21%



资料来源: 中国电梯协会, 浙商证券研究所

图18: 2021年中国电梯保有量同比增长6%



资料来源: 中国电梯协会, 浙商证券研究所

## 2.2 2021年中国电梯配件市场空间约583亿元, 四年复合增速约6%

上游原材料具备大宗属性, 下游为海内外整梯制造厂商。电梯产业链的上游主要为不锈钢、碳钢、结构件供应商, 中游主要分为扶梯部件、直梯部件和其他部件制造商, 下游主要是电梯整梯制造/维保厂商。

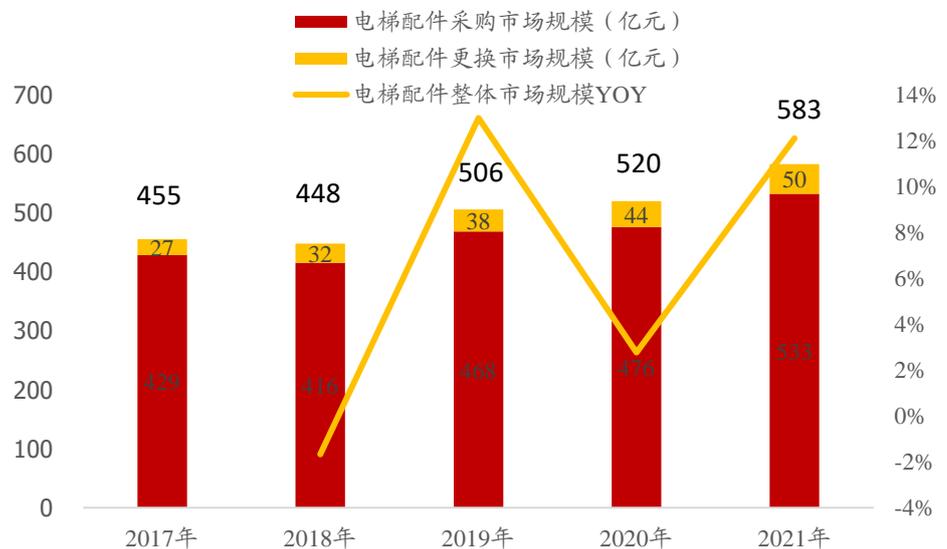
图19: 电梯制造产业链



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

近四年电梯配件市场规模 CAGR 为 6%，以增量电梯的配件采购市场为主。根据前瞻产业研究院测算，2021 年中国电梯配件市场规模约 583 亿元，2017-2021 年复合增速为 6%。其中，2021 年电梯配件采购市场规模为 533 亿元，电梯配件更换市场规模为 50 亿元。

图20: 2017-2021 年中国电梯配件行业市场规模 CAGR 为 6%



资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

### 2.3 公司深耕电梯部件及电梯金属材料，与整梯龙头合作关系稳定

积极拓宽电梯部件产品品类及规格，满足客户一站式、多样化需求。公司根据产品类型、工艺差异，由子公司分别进行专业化生产，并从电梯金属支撑部件向电子控制部件拓展，为整机厂提供集中、综合一体化配套服务。

电梯产品涵盖扶梯/直梯部件及上游金属材料，具备一体化优势。公司通过一体化布局更好地规避上游原材料价格波动，获取成本优势；随规模逐年增长，原材料需求量日益提升，公司通过与供应商签订长期合作协议，获取原材料采购议价优势；公司掌握不锈钢原材料深度加工能力，生产工艺向前端延伸，提升电梯部件生产和供货效率。

注重研发创新，技术优势突出。根据招股书，公司共拥有 120 项专利，42 项专利发明，具备先进制造工艺和强大的工装模具设计能力。

客户覆盖全部整梯头部企业，合作关系稳定。主要客户包含迅达、奥的斯、蒂升、通力 and 日立等知名企业，公司多次被客户评为优秀供应商。

图21：公司主要客户全球市场份额数据及供应产品

客户名称	品牌商标	2018年客户全球市场份额	公司供给产品	合作时间
奥的斯	OTIS	23%	扶梯部件	2003年至今
			直梯部件	2014年至今
			电梯金属材料	2013年至今
迅达	Schindler	19%	扶梯部件	2005年至今
			直梯部件	2003年至今
			电梯金属材料	2013年至今
通力	KONE	19%	扶梯部件	2005年至今
			电梯金属材料	2013年至今
蒂升	thyssenkrupp	15%	扶梯部件	2008年至今
			直梯部件	2009年至今
			电梯金属材料	2012年至今
日立	HITACHI Inspire the Next	15%	扶梯部件	2012年至今

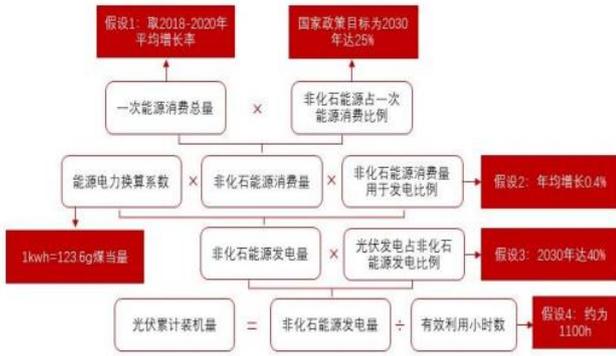
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 3 储能/新能源电站：“风光”装机高景气，打开成长空间

### 3.1 光伏 10 年迎 10 倍增长，风电“十四五”年均新增装机量约 64GW

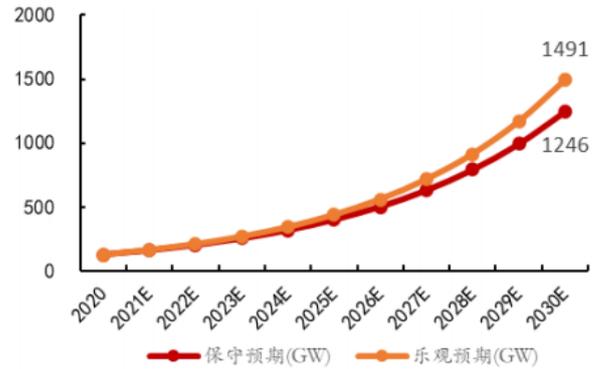
碳中和政策驱动，叠加未来光伏价格和成本持续下降，光伏装机有望迎来 10 年 10 倍增长。我们预计 2030 年中国光伏新增装机需求将达 416-537GW，CAGR 达到 24%-26%；全球新增装机需求达 1246-1491GW，CAGR 达 25%-27%。

图22: 光伏 2030 年装机需求量计算逻辑



资料来源: 浙商证券研究所整理

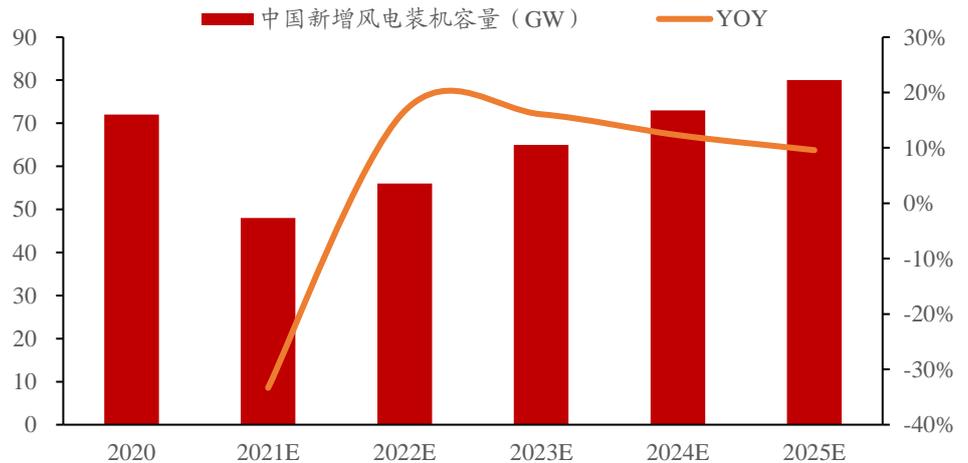
图23: 2030 年主要国家装机需求合计预计达 1246-1491GW



资料来源: 浙商证券研究所预估测算

风电进入平价阶段, 2021-2025 年新增装机量 CAGR 约 14%。截至 2021 年年底, 中国累计风电装机量约 330GW, 其中陆上风电 304GW, 海上风电装机量约 26GW。目前中国陆上风电技术可发量是累计装机量的 26 倍, 海上风电技术可开发量是累计装机量的 27 倍。我们预计中国“十四五”年均新增装机量约 64GW, 是“十三五”的 2 倍左右, 2021-2025 年新增风电装机量 CAGR 达 14%。

图24: 2021-2025 年中国新增风电装机量 CAGR 达 14%



资料来源: 国家发改委, 国家能源局, CWEA, 浙商证券研究所

### 3.2 2021 年全球储能市场空间约 372 亿元, 至 2025 年 CAGR 约 68%

电化学储能是通过化学反应进行电池正负极的充电和放电, 实现能量转换的一种储能技术路线, 具备性价比高、受自然环境影响小、装机便捷、使用灵活、响应速度快等优势。

表3: 储能技术路线比较及应用场景

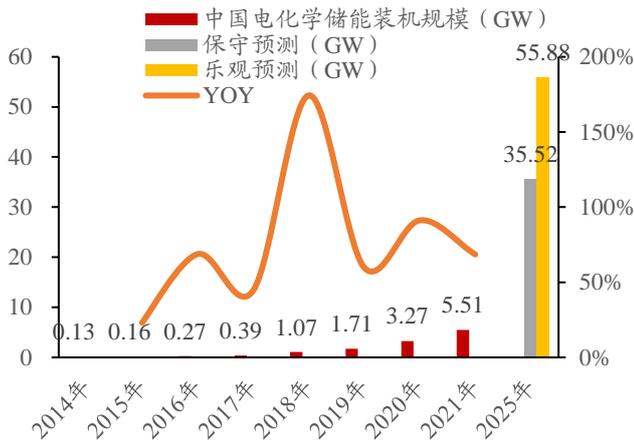
技术类型	配置灵活性	放电时间	启动时间	响应速度	技术水平	基本原理	最优适用场景	
机械储能	抽水蓄能	很低	2h-天	3-5min	min	商用	利用电力负荷低谷的电能抽水至上水库, 在电力负荷高峰期再放水至下水库发电	大规模调峰、长时调频
	压缩空气	洞穴式: 很低 超结界: 一般	1h-天	~6min	~1min	洞穴式: 商用 超结界: 示范	利用过剩电力将空气压缩储存, 需要时将压缩空气与天然气混合, 燃烧膨胀推动燃气轮机发电	可再生能源并网、辅助服务
	飞轮储能	一般	s-min	< 2ms	< 2ms	商用	利用电能将真空外壳内的转子加速, 将电能以动能形式储存	快速调频、企业级UPS
电化学储能	铅蓄电池	高	0.5-10h	< 1s	< 10ms	商用	正极二氧化铅和负极纯铅浸到电解液中, 两极间会产生 2V 的电势	分布式及微网、工商业、变电站备电
	锂离子电池	很高	0.1-10h	< 1s	< 10ms	示范-商用	正负电极由两种不同离子嵌入化合物构成。充电时, Li+从正极脱嵌经过电解液嵌入负极, 放电反之	综合
	液流电池	一般	1-10h	s 级	ms 级	示范	正极和负极电解液装在两个储罐中, 利用送液泵使电解液通过电池循环	大规模调峰、可再生能源并网
	钠硫电池	高	1-8h	s 级	ms 级	商用	正极由液态的硫组成, 负极由液态的钠组成, 电池运行温度需保持在 300°C 以上, 以使电极处于熔融状态	综合
	超级电容器	一般	s-min	< 1s	ms 级	示范	通过电极与电解质之间形成的界面双层来存储能量	快速调频
氢储能	一般	h-周	3-5min	< 1s	示范	将多余电力用于制造无限期储存的氢气, 然后在常规燃气发电厂中燃烧气体发电或用于家庭供热	天-周级长时供电	
热储能	一般	0.5-10h	-	-	商用	吸收太阳辐射或其他热量存于介质, 环境温度低于介质温度时释放热量	光热电站及电-热转换	

资料来源: CNESA, CESA, 浙商证券研究所

电化学储能是全球第二大储能模式 (占比 12%), 全球累计装机规模约达 25.3GW。根据 CNESA 数据, 2021 年全球已投运电力储能项目累计装机规模 209.4GW, 同比增长 9%, 其中电化学储能占比约 12.1%, 累计装机规模可达 25.3GW。其中, 中国电化学储能累计装机规模达到 5.51GW, 同比增长 69%。

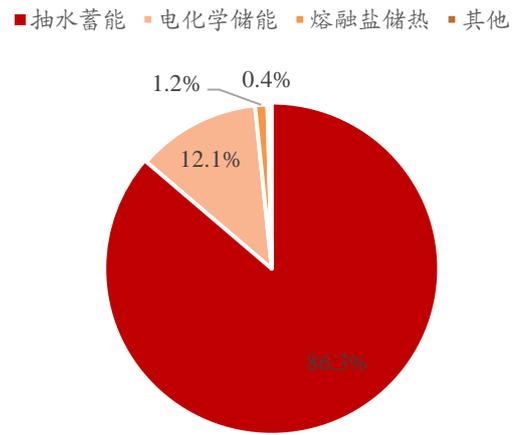
政策加持电化学储能成本降低, 2021-2025 年中国电化学储能累计装机规模 CAGR 有望达 78%。国家能源局、发改委印发的《“十四五”新型储能发展实施方案》中明确提出, 到 2025 年, 新型储能由商业化初期步入规模化发展阶段、具备大规模商业化应用条件。其中, 电化学储能技术性能进一步提升, 系统成本降低 30%以上。随成本降低, 电化学储能性价比突显, 未来发展有望加快, 根据 CNESA 预测, 2025 年中国电化学储能累计装机规模的保守、乐观预测分别为 35.5GW、55.9GW, 2021-2025 年 CAGR 分别为 59%、78%。

图25: 2021-2025年中国电化学储能累计规模 CAGR 或达 78%



资料来源: CNESA, 浙商证券研究所

图26: 2021年电化学储能在全球储能累计装机中占比约 12%



资料来源: CNESA, 浙商证券研究所

电化学储能应用于源网荷各环节，目前我国的用户侧储能盈利模式最清晰。电化学储能典型应用场景包括发电侧、电网侧、用户侧三类，目前我国的用户侧储能主要盈利模式为峰谷价差套利，尤其是在东部沿海等峰谷价差较大的地区，盈利模式最清晰。

表4: 电化学储能在电力系统各环节的应用

应用场景	主要用途	具体说明
电源侧	电力调峰	通过储能的方式实现用电负荷的削峰填谷，即发电厂在用电负荷低谷时段对电池充电，在用电负荷高峰时段将存储的电量释放。
	辅助动态运行	以储能+传统机组联合运行的方式，提供辅助动态运行、提高传统机组运行效率、延缓新建机组的功效。
辅助服务	系统调频	频率的变化会对发电及用电设备的安全高效运行及寿命产生影响，因此频率调节至关重要，储能（特别是电化学储能）调频速度快，可以灵活地在充放电状态之间转换，因而成为优质的调频资源。
	备用容量	备用容量是指在满足预计复合需求以外，针对突发情况时，为保障电能质量和系统安全稳定运行而预留的有功功率储备。
集中式可再生能源发电出力	平滑可再生能源发电出力	通过在风、光伏电站配置储能，基于电站出力预测和储能充放电调度，对随机性、间歇性和波动性的可再生能源发电出力进行平滑控制，满足并网要求。
	减少弃风弃光	将可再生能源的弃风弃光电量存储后，再移至其他时段进行并网，提高可再生能源利用率。
电网侧	缓解电网阻塞	将储能系统安装在电路上游，当发生线路阻塞时，可将无法输送的电能存储到储能设备中，等到线路负荷小于线路容量时，储能系统再向线路放电。
	延缓输配电设备扩容升级	在负荷接近设备容量的输配电系统内，可利用储能系统通过较小的装机容量，有效提高电网的输配电能力，从而延缓新建输配电设施，降低成本。
电网侧	电力自发自用	用原装光伏的家庭和工商业用户，考虑到光伏在白天发电，而用户一般在夜间负荷较高，通过配置储能更好地利用光伏电力，提高自发自用水平，降低用电成本。
	峰谷价差套利	在实施峰谷电价的电力市场中，通过低电价时给储能系统充电，高电价时储能系统放电，实现峰谷价差套利，降低用电成本。
	容量费用管理	工业用户可以利用储能系统，在用电低谷时储能，在高峰负荷时放电，从而降低整体负荷，达到降低容量电费的目的。
	提升供电可靠性	发生停电故障时，储能能够将储备的能量供应给终端用户，避免了故障修复过程中的电能中端，以保证供电可靠性。

资料来源: CNESA, 浙商证券研究所

2021年全球电化学储能市场空间约 372 亿元，同比增长 68%，发电侧/电网侧/用户侧占比分别为 36%/35%/30%；2021年中国电化学储能市场空间约 74 亿元，同比增长 42%，发电侧/电网侧/用户侧占比分别为 38%/55%/7%。至 2025 年，全球电化学储能市

场规模有望达 2370 亿元，2021-2025 年 CAGR 达 59%；中国电化学储能市场规模有望达 499 亿元，2021-2025 年 CAGR 达 61%。

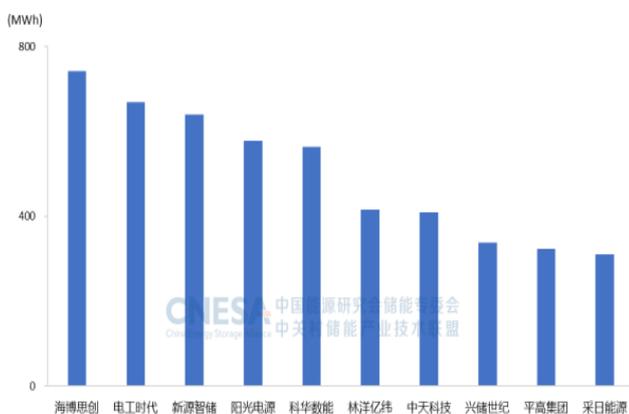
表5：2021-2025 年全球、中国电化学储能市场空间 CAGR 分别达 59%、61%

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>全球电化学储能市场</b>												
发电侧装机 (GWh)	1.35	2.47	6.8	14	28.1	45.1	68.1	96	132	172	214	258
电网侧装机 (GWh)	1.24	4.01	6.60	16.60	31.80	44	68	103	129	158	185	215
用户侧装机 (GWh)	3.4	4.2	5.7	8.6	20.9	27.6	35.8	46.6	61.3	106.7	138.3	167.9
合计新增装机量 (GWh)	6	11	19	39	81	116	172	245	323	436	537	641
市场规模 (亿元)	140	221	372	714	1313	1746	2370	3002	3642	4502	5024	5368
YOY		58%	68%	92%	84%	33%	36%	27%	21%	24%	12%	7%
<b>中国电化学储能市场</b>												
发电侧装机 (GWh)	0.27	1.03	1.90	4.40	8.60	14.40	21.90	30.00	40.00	52.00	64.00	76.00
电网侧装机 (GWh)	0.9	1.98	2.7	6.2	11.2	15	21	32	40	48	57	67
用户侧装机 (GWh)	0.16	0.23	0.34	0.54	1.08	1.5	2	3	4.5	7.1	9.8	12.4
合计新增装机量 (GWh)	1	3	5	11	21	31	45	65	85	107	131	155
市场规模 (亿元)	24	52	74	156	272	366	499	666	795	919	1020	1093
YOY		117%	42%	111%	74%	35%	36%	33%	19%	16%	11%	7%

资料来源：《浙商电新：碳中和集结号吹响，储能赛道一触即发——储能行业深度报告》，浙商证券研究所

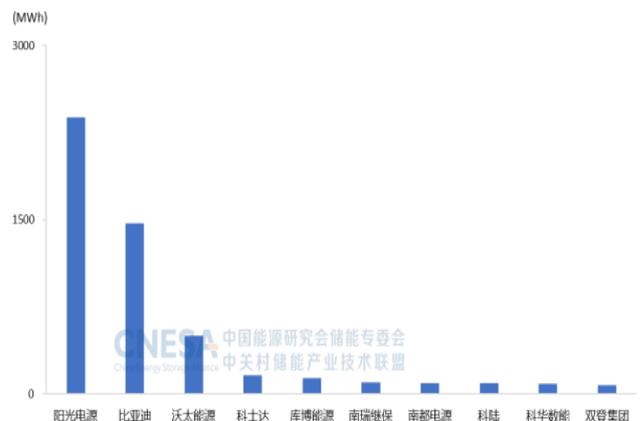
储能市场广阔、需求多样性强，国产储能系统集成商百花齐放。根据 CNESA，2021 年国内市场中，储能系统出货量排名前 5 的国产储能系统集成商依次为：海博思创、电工时代、新源智储、阳光电源、科华数能；2021 年海外市场中，储能系统出货量排名前 5 的国产储能系统集成商依次为：阳光电源、比亚迪、沃太能源、科士达、库博能源。

图27：2021 年国内市场储能系统出货量前十厂商



资料来源：CNESA，浙商证券研究所

图28：2021 年海外市场储能系统出货量前十厂商



资料来源：CNESA，浙商证券研究所

### 3.3 天启鸿源经验丰富、技术领先，在手订单饱满、未来发展可期

天启鸿源管理团队在可再生能源及储能领域拥有超过 10 年经验。公司管理团队起源于业内知名企业广核太阳能有限公司，拥有丰富的储能技术及资产管理、新能源电站项目投资、建设、运营经验，参与过多个业内知名项目建设，取得业内多项荣誉奖项。

表6：天启鸿源核心团队经验丰富

高管姓名	职位	学历	过往从业经历
王野	天启鸿源董事长	本科	曾工作于法国电力公司（核电站）和中广核工程公司。2009年至2014年任中广核太阳能有限公司总工程师；2015年至2019年任北控清洁能源集团有限公司执行董事、执行总裁。
庄波	天启鸿源执行总裁	本科	2005年至2010年任中广核工程有限公司工程师，2010年至2014年历任中广核太阳能开发有限公司项目经理、工程管理中心总经理助理、工程管理中心副总经理，2014年至2016年任中民新能投资有限公司工程管理中心总经理。2016年至2017年任深圳顺辉新源节能科技有限公司总经理，2017年至2019年历任北控清洁能源集团有限公司投资开发部总经理、总裁助理。
沈聪	天启鸿源副总裁	博士研究生	2009年至2015年历任国家电网江西省调度控制中心省调调度员、自动化处专职，2016年至2019年任北控清洁能源集团有限公司智慧能源及储能事业部总经理。
兰云鹏	天启鸿源副总裁	本科	2003年至2010年任中国中轻国际工程有限公司项目主设计负责人，2010年至2014年历任中广核太阳能开发有限公司技术部副总经理、安全生产部副总经理，2015年至2019年任北控清洁能源集团技术总监兼任北控智慧能源有限公司总经理。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

天启鸿源致力于用户侧储能市场，凭借技术优势降低储能度电成本（LCOS）。天启鸿源具备储能系统核心组件 EMS、BMS 以及储能整体方案的设计能力，运用独有的“天启 AI 储存模块”方案，在保持充放电效率的同时提升电池的一致性，保证锂电系统整体效率超过 90%，显著改善了储能系统中电芯衰减不一致带来的短板效应，大幅延长了储能系统使用寿命，使度电成本处于行业先进水平。

图29：天启鸿源已自主掌握 PCS、EMS、BMS 核心技术

核心技术	公司进展
储能变流器 PCS	已研发并自主掌握控制板编程及主控软件部分，设备生产由外部第三方进行 OEM，自主 PCS 产品已通过鉴衡认证、CE 认证、TUV 认证等。
能源管理系统 EMS	已研发智能化系统，在确保系统稳定运行前提下，充分利用不同电源的特性，对储能系统进行精准控制，并不断优化控制策略，形成学习型系统。
电池管理系统 BMS	已研发并持续改进核心算法及设计方案，负责设计电池组成方案、BMS 硬件架构、软件系统、热管理系统、集装箱结构，委托外部第三方按照自身的设计图纸和方案进行 OEM。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图30：天启鸿源荣誉奖项情况

颁发单位	奖项	获得主体
储能领跑者联盟	2021 年度最佳系统集成解决方案供应商奖	天启鸿源
	2021 年度最佳储能 EMS 供应商奖	天启鸿源
	2021 年度最佳储能调频辅助服务项目奖	天启鸿源
	2021 年度储能行业最具领军人物奖	王野
中国国际储能大会	2021 年度储能行业最具拼搏人物奖	沈聪
	2020 年度中国储能产业最佳系统集成解决方案企业奖	天启鸿源
储能领跑者联盟	2020 年度最佳系统集成解决方案供应商	天启鸿源
	储能产业链 100 强	天启鸿源
	2020 年度储能产业匠心人物奖	王野

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

天启鸿源在手项目充足，拿批复能力强。截至 2022 年 4 月 22 日，天启鸿源业务周期在一年以内的已签约正在执行的订单合同金额为 1.18 亿元，业务周期在一年以上的已签约/中标项目规模达 55.3 亿元（已分别取得国家能源局、河北省发改委的正式批复）。

**图31: 天启鸿源业务周期在一年以内的订单情况**

项目名称	合同金额(万元)	项目类型	合同执行周期	业务模式
彩虹(临高)36MWp农光互补光伏项目储能系统项目	2203.01	储能集成	一年以内	系统集成-安装调试
襄阳二期屋顶光伏6MW项目	2800	电站	一年以内	设立项目公司-项目开发-工程建设-资产转让
广州南众1.266MWh储能项目	177.77	储能集成	一年以内	系统集成-安装调试
甘肃720MWh大规模储能电站项目	796.77	储能集成	一年以内	EMS系统集成-调试
肯尼亚光伏发电微电网项目	5789.28	站+储能集	一年以内	方案设计、系统集成、安装调试等
<b>合计</b>	<b>11766.83</b>	-	-	-

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**图32: 天启鸿源业务周期在一年以上的已签约/中标项目**

项目名称	项目主体	项目规模(万元)	项目类型	项目总体开发周期	开发模式
航天鸿源围场御道口300MW风储氢一体化项目	航启承德风力发电有限公司	231704	电站+储能集成	3-4年	分期开发
承德航天天启500MW风光储氢一体化多能互补示范项目	北京天启鸿源新能源科技有限公司承德子公司(筹)	321327	电站+储能集成	3-4年	分期开发
<b>合计</b>	-	<b>553031</b>	-	-	-

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

核心假设:

#### (1) 扶梯部件、直梯部件、电梯金属材料业务:

**量:** 受宏观经济增速放缓、城镇化水平逐步提升、以及房地产调控政策影响, 电梯行业增速趋于平稳。根据前瞻产业研究院, 2017-2021 年中国电梯配件市场规模复合增速为 6%。公司作为业内稀缺电梯金属结构部件上市公司, 市占率逐步提升, 假设 2022-2024 年公司扶梯部件、直梯部件销量维持 10%增速, 电梯金属材料维持 20%增速。

**价:** 公司电梯部件业务根据成本加成利润法确定价格, 由于原材料成本占比较高(75%以上), 因此售价主要受原材料价格波动影响。假设 2022 年公司扶梯部件、直梯部件、电梯金属材料单价处于较高水平, 分别为 4.0/7.3/1.5 万元; 2023-2024 年价格逐步回落。

根据以上量价假设, 预计 2022-2024 年公司扶梯部件/直梯部件/电梯金属材料业务营业收入合计达 24.9/25.0/29.6 亿元, 同比增长 9%/1%/8%。

#### (2) 储能及新能源电站业务:

受益于“碳中和”政策发展, 光伏、风电及储能行业高景气。公司控股子公司天启鸿源具备丰富的储能及新能源电站项目建设经验, 与公司协同效应逐步体现, 预计业务开拓进展顺利。

**量:** 假设 2022-2024 年, 公司分别完成 100/200/300MW 光伏项目, 完成 100/600/800MW 风电项目, 完成 474/940/1460MWh 储能项目。

**价:** 根据当前市场招投标价格, 假设公司光伏电站项目平均单价 4.0 元/瓦, 风电项目平均单价 5.1 元/瓦, 储能项目平均单价 1.8 元/瓦。

根据以上量价假设, 预计 2022-2024 年公司储能及新能源电站业务营收分别达 17.7/55.7/79.3 亿元。

综上，预计公司 2022-2024 年实现营业收入 42.6/80.8/106.4 亿元，同比增长 86%/90%/32%。

表7：公司业务分拆表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
扶梯部件	销量(台)	16676	18330	20163	23187	26666
	平均单价(万元/台)	3.7	4.2	4.0	3.6	3.2
	营业收入(亿元)	6.1	7.6	8.1	8.3	8.5
	YOY	-1%	24%	6%	3%	2%
	毛利率	24%	19%	18%	23%	24%
直梯部件	销量(台)	13392	11493	12642	13907	15297
	平均单价(万元/台)	4.8	7.7	7.3	5.7	5.2
	营业收入(亿元)	6.4	8.8	9.2	7.9	8.0
	YOY	36%	39%	4%	-14%	0%
	毛利率	19%	16%	15%	18%	19%
电梯金属材料	销量(吨)	37070	43428	52114	62537	75044
	平均单价(万元/吨)	1.32	1.47	1.45	1.39	1.39
	营业收入(亿元)	4.9	6.4	7.6	8.7	10.5
	YOY	17%	30%	21%	21%	21%
	毛利率	7%	6%	8%	8%	8%
新能源电站	风电-项目规模(MW)	-	-	100	600	800
	风电-平均单价(元/W)	-	-	5.1	5.1	5.1
	光伏-项目规模(MW)	-	-	100	200	300
	光伏-平均单价(元/W)	-	-	4.0	4.0	4.0
	营业收入(亿元)	-	-	9.1	38.8	53.0
	YOY	-	-	-	325%	37%
	毛利率	-	-	16%	17%	16%
储能	项目规模(MWh)	-	-	474	940	1460
	平均单价(元/Wh)	-	-	1.8	1.8	1.8
	营业收入(亿元)	-	-	8.5	16.9	26.3
	YOY	-	-	-	98%	55%
	毛利率	-	-	13%	14%	15%
其他	营业收入(亿元)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	YOY	56%	28%	0%	0%	0%
	毛利率	15%	11%	11%	11%	11%
合计	营业收入(亿元)	17.5	23.0	42.6	80.8	106.4
	YOY	16%	31%	86%	90%	32%
	毛利率	17%	14%	14%	16%	16%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 4.2 估值分析与投资建议

我们选取赛福天（电梯用钢丝绳龙头）、晶科科技（光伏电站 EPC 及运营龙头）、金风科技（风电整机及风电场开发龙头）、阳光电源（储能系统集成龙头）作为可比公司，预计公司 2022-2024 年实现营业收入 42.6/80.8/106.4 亿元，同比增长 86%/90%/32%，实现归母净利润 2.0/4.2/6.2 亿元，同比增长 30%/113%/48%，对应 EPS 为 1.2/2.5/3.7 元，以 2022 年 9 月 9 日收盘价计算，对应 PE 为 40/19/13 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：公司与可比公司估值比较

公司	代码	2022/9/9		EPS/元			PE				2021 年		
		股价(元)	总市值(亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	PB	ROE
同力日升	605286	46.7	78	0.9	1.2	2.5	3.7	52	40	19	13	5.4	0.09
赛福天	603028	10.4	30	0.2	0.3	0.4	0.5	67	36	26	20	3.7	0.06
晶科科技	601778	5.3	152	0.1	0.2	0.2	0.3	68	43	30	23	1.2	0.02
金风科技	002202	13.1	554	0.8	0.9	1.0	1.2	20	15	13	11	1.6	0.10
阳光电源	300274	121.4	1803	1.1	2.0	3.4	4.4	137	61	35	27	11.5	0.11
行业平均（不包括同力日升）								<b>73</b>	<b>37</b>	<b>25</b>	<b>20</b>	<b>4.5</b>	<b>0.1</b>

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理（注：除同力日升外，可比公司数据参考 Wind 一致预期）

## 5 风险提示

- **原材料价格波动风险。**公司电梯部件业务原材料成本占比较高，若原材料价格波动剧烈，公司业绩也将随之波动。
- **储能/新能源电站业务进展低于预期风险。**若储能、新能源电站潜在项目进展不及预期，将为公司业绩带来不利影响。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1465	2196	3759	4704
现金	283	368	386	398
交易性金融资产	202	101	151	126
应收账款	597	1036	2014	2584
其它应收款	6	7	13	20
预付账款	61	115	196	272
存货	268	515	938	1238
其他	50	55	60	66
<b>非流动资产</b>	534	682	721	776
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	297	326	380	427
无形资产	86	92	93	94
在建工程	10	88	135	112
其他	141	176	113	143
<b>资产总计</b>	1999	2878	4479	5480
<b>流动负债</b>	521	1183	2301	2558
短期借款	202	592	1230	1189
应付款项	251	498	923	1191
预收账款	7	0	0	0
其他	62	93	148	177
<b>非流动负债</b>	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他	4	4	4	4
<b>负债合计</b>	525	1187	2306	2561
少数股东权益	0	35	120	265
归属母公司股东权益	1474	1656	2053	2653
<b>负债和股东权益</b>	1999	2878	4479	5480

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	(135)	(205)	(275)	206
净利润	151	231	504	762
折旧摊销	34	23	27	31
财务费用	3	55	150	110
投资损失	(5)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(221)	(234)	(607)	(396)
其它	(96)	(275)	(343)	(296)
<b>投资活动现金流</b>	(360)	(30)	(173)	(26)
资本支出	(48)	(128)	(124)	(53)
长期投资	0	0	0	0
其他	(312)	98	(50)	27
<b>筹资活动现金流</b>	650	320	467	(168)
短期借款	89	390	638	(41)
长期借款	0	0	0	0
其他	562	(70)	(171)	(127)
<b>现金净增加额</b>	156	85	18	12

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	2296	4263	8079	10637
营业成本	1966	3665	6776	8944
营业税金及附加	9	19	35	45
营业费用	13	22	33	58
管理费用	60	123	260	293
研发费用	70	125	258	317
财务费用	3	55	150	110
资产减值损失	14	7	17	34
公允价值变动损益	2	0	0	0
投资净收益	5	5	5	5
其他经营收益	10	5	6	7
<b>营业利润</b>	177	257	561	849
营业外收支	(4)	(1)	(2)	(2)
<b>利润总额</b>	173	257	559	846
所得税	22	26	56	85
<b>净利润</b>	151	231	504	762
少数股东损益	0	35	86	145
<b>归属母公司净利润</b>	151	196	418	617
EBITDA	213	294	626	932
EPS (最新摊薄)	0.90	1.17	2.49	3.67

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	31.24%	85.68%	89.54%	31.65%
营业利润	0.84%	45.05%	118.00%	51.27%
归属母公司净利润	-0.16%	30.22%	112.98%	47.63%
<b>获利能力</b>				
毛利率	14.36%	14.01%	16.13%	15.92%
净利率	6.56%	5.42%	6.23%	7.16%
ROE	13.53%	12.40%	21.63%	24.24%
ROIC	9.29%	10.87%	16.43%	21.10%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	26.27%	41.24%	51.47%	46.75%
净负债比率	38.64%	49.89%	53.36%	46.42%
流动比率	2.81	1.86	1.63	1.84
速动比率	2.30	1.42	1.23	1.36
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.46	1.75	2.20	2.14
应收账款周转率	4.83	5.39	5.45	4.71
应付账款周转率	8.52	9.79	9.54	8.46
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.90	1.17	2.49	3.67
每股经营现金	-0.80	-1.22	-1.64	1.22
每股净资产	8.77	9.86	12.22	15.79
<b>估值比率</b>				
P/E	52.05	39.97	18.77	12.71
P/B	5.32	4.74	3.82	2.96
EV/EBITDA	22.29	27.21	13.83	9.41

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>