

2022年11月29日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

电梯部件制造领先企业，储能与电站业务打开增长空间

—同力日升（605286.SH）公司深度报告 投资要点

买入(维持)

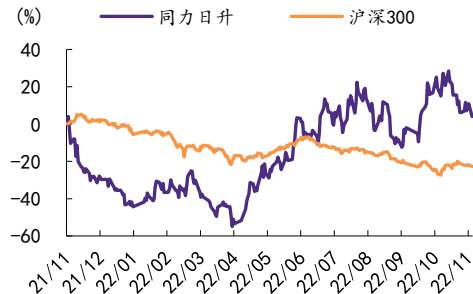
分析师：张涵 S1050521110008
zhanghan3@cfsc.com.cn
联系人：臧天律 S1050121110015
zangtl@cfsc.com.cn

基本数据

2022-11-28

当前股价（元）	46
总市值（亿元）	82
总股本（百万股）	178
流通股本（百万股）	48
52周价格范围（元）	19.16-54.36
日均成交额（百万元）	149.79

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《同力日升（605286）：电梯业务盈利修复，储能业务放量在即》2022-11-13

■ 电梯部件制造领先企业，收购天启鸿源切入储能赛道

同力日升有限公司成立于2003年，于2021年在上交所上市，主要产品为电梯部件及电梯金属材料。2022年5月，公司收购天启鸿源51%的股权切入新能源赛道。天启鸿源业务聚焦于电化学储能系统集成和新能源电站开发业务，完成了多个风、光、储、微网领域的项目。

公司向天启鸿源管理团队及核心员工授予1000万股股权激励，2022-2024年业绩考核目标分别为0.8亿元/1.5亿元/2.5亿元，三年业绩目标总和为4.8亿元，较收购时的业绩目标3.21亿元有大幅增长，彰显了公司对天启鸿源未来发展的信心。

■ 电梯部件行业蕴含增长空间，公司产品种类齐全

2021年以来，电梯行业受宏观经济增长放缓及房地产调控政策影响发展趋缓，但仍蕴含着极大的增长潜力。当前我国人均电梯保有量较低+老小区加装电梯的需求增大+存量旧梯改造空间巨大，公司深耕电梯部件制造，产品种类齐全，是行业内产品线最为丰富的企业之一。

■ 新能源电站与储能：下游需求旺盛，公司经验丰富技术领先

天启鸿源团队底蕴深厚，多具有中广核、北控清洁能源等行业龙头背景，具备丰富的行业经验，在手订单丰富。公司推出的天启AI智能储存模块产品，在组串式系统方案之上，在每个储能集装箱内部配置了独立的pack级AI控制模块。与目前行业通行方案相比，公司减少了系统的维护成本，大幅度提升了系统的循环寿命，先发优势明显，产品技术领先。目前公司二代产品已经通过全部测试与认证并向市场推出，我们认为，随着未来储能电站经济性改善，电芯性能管理将会继续向精细化管理方向发展，而公司的产品先发优势明显，技术领先，未来有望获得较高溢价。收购之后协同效应可期，有望助传统业务切入新能源，打开天启用户侧业务空间。

■ 盈利预测

预测公司2022-2024年收入分别为33.6、72.2、109.7亿元，EPS分别为1.16、2.18、3.23元，当前股价对应PE分别为39、21、14倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

天启鸿源业绩不及预期风险，疫情反复风险，储能下游需求不及预期风险，原材料价格上涨风险等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	2,296	3,360	7,222	10,965
增长率（%）	31.2%	46.4%	114.9%	51.8%
归母净利润（百万元）	151	207	389	574
增长率（%）	2.5%	37.1%	88.1%	47.7%
摊薄每股收益（元）	0.90	1.16	2.18	3.23
ROE（%）	10.2%	12.3%	17.4%	18.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、 电梯部件制造领先企业，企业经营稳健.....	5
1.1、 深耕电梯业务，电梯部件制造领先企业	5
1.2、 收购天启鸿源切入储能赛道，股权激励显发展决心	6
1.3、 营业收入稳步增长，期间费用率显著下降	7
2、 电梯部件行业蕴含增长空间，公司具有一体化优势.....	9
2.1、 需求受房地产影响大，存量市场蕴含增长潜力	9
2.2、 公司深耕电梯部件制造，具有一体化优势	12
3、 新能源电站与储能：下游需求旺盛，公司经验丰富技术领先.....	15
3.1、 国内大储需求旺盛，盈利改善后有望迎来爆发	15
3.2、 公司团队底蕴深厚，在手订单丰富	17
3.3、 先发优势明显，产品技术领先	18
3.4、 帮助传统业务切入新能源赛道，同时打开天启用户侧业务空间.....	22
4、 盈利预测评级.....	23
5、 风险提示.....	23

图表目录

图表 1：公司深耕电梯业务，收购天启鸿源切入储能赛道.....	5
图表 2：公司股权结构稳定，股权较集中.....	5
图表 3：北京天启鸿源新能源股权结构.....	6
图表 4：天启鸿源管理团队行业经验丰富.....	6
图表 5：营收稳步增长	7
图表 6：公司业务构成	7
图表 7：盈利能力受材料成本波动下降.....	8
图表 8：公司费用控制能力强	8
图表 9：公司研发费用逐年上升	8
图表 10：电梯部件制造行业上下游.....	9
图表 11：电梯行业集中度较高	9
图表 12：2010-2021 年中国电梯产量.....	10
图表 13：2010-2021 年中国电梯保有量	10
图表 14：不锈钢板价格	10
图表 15：2018 年世界部分国家/地区人均电梯保有量	11
图表 16：老旧小区加装电梯相关政策汇总.....	11
图表 17：预测 2020-2030 年旧梯更新数量（万台）	12
图表 18：公司主要产品情况	12

图表 19: 公司扶梯部件类产品	12
图表 20: 公司直梯部件类产品	13
图表 21: 公司产品种类齐全	14
图表 22: 2022 年已经启动的独立式储能项目进展 (单位: Mwh)	15
图表 23: 山东省新型储能收益说明.....	15
图表 24: 我们预计未来中国储能新增装机需求将持续高速增长.....	16
图表 25: 电化学储能电站逐年发展情况.....	16
图表 26: 公司电化学储能业务	17
图表 27: 公司过往新能源项目较多	17
图表 28: 公司获取订单能力较强	18
图表 29: 传统低压并联系统拓扑结构图.....	18
图表 30: 智能组串式储能系统与集中式储能系统结构对比.....	19
图表 31: 智能组串式储能解决方案与传统集中式储能解决方案差异一览表.....	20
图表 32: 公司盈利预测	23

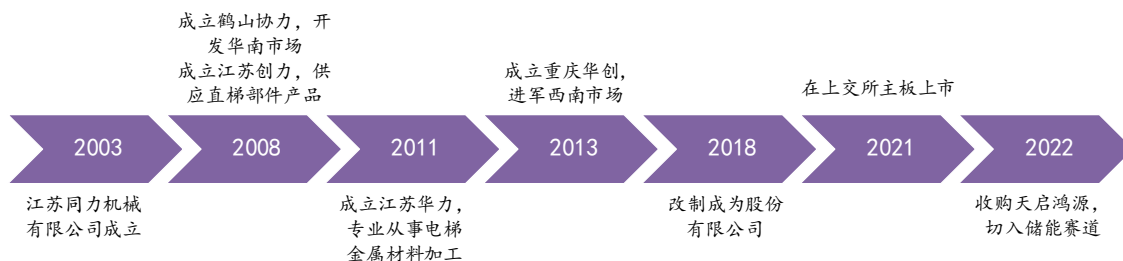
1、电梯部件制造领先企业，企业经营稳健

1.1、深耕电梯业务，电梯部件制造领先企业

江苏同力日升机械股份有限公司成立于 2003 年，于 2021 年在上交所上市，是全国生产电梯部件产品的重点骨干企业。公司主要从事电梯部件及电梯金属材料的研发、生产和销售，主要产品包括扶梯部件、直梯部件和电梯金属材料等三大类别。公司产品涵盖了电梯金属配套产品的绝大多数类别，是行业内产品线最为丰富的企业之一，产品具备较强的市场竞争力。

深耕电梯业务，收购天启鸿源切入储能赛道。公司原为江苏同力机械有限公司，由丹阳日升与香港居民姜坤华在 2003 年共同出资设立，成立之初，公司主要生产扶梯部件，为长三角地区电梯主机厂商提供配套产品。2008 年，公司成立鹤山协力，开发华南电梯部件市场；同年，公司成立江苏创力，开始为电梯主机厂商供应直梯部件产品，进一步丰富了自身产品体系。2011 年，为加强对材料成本、质量的管控，成立江苏华力，专业从事电梯金属材料加工，产业开始向上游延伸。2013 年，公司进军西南市场，成立重庆华创，满足当地电梯整梯厂商的就近配套需求，至此形成了同力日升现有的区域布局、产品体系和客户群。2018 年，公司改制成为股份有限公司，主要发起人为李国平、李腊琴、李铮、李静、丹阳日升及丹阳合力。2021 年，公司在上交所主板上市。2022 年 5 月，公司收购天启鸿源，切入电化学储能与新能源电站赛道。

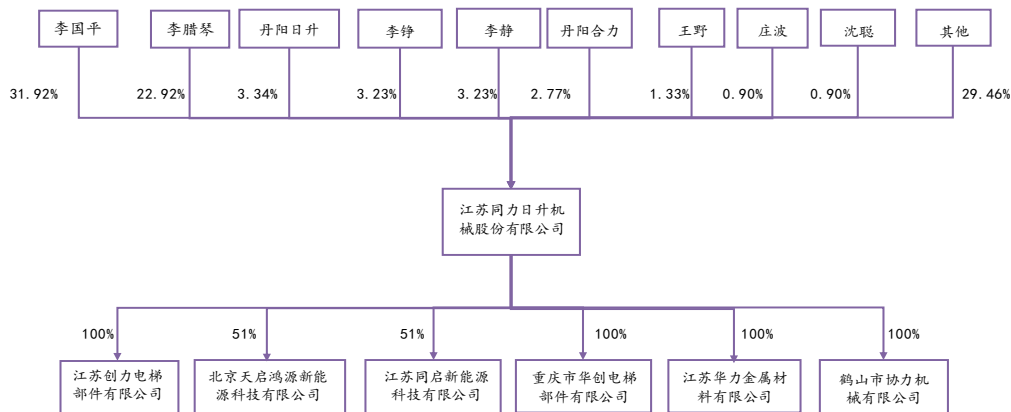
图表 1：公司深耕电梯业务，收购天启鸿源切入储能赛道



资料来源：招股说明书，公司公告，华鑫证券研究所整理

股权结构较稳定，股权较集中。公司的控股股东为李国平、李腊琴，实际控制人为李国平、李腊琴、李铮、李静，实际控制人一致行动人为丹阳日升、丹阳合力。其中李国平与李腊琴为夫妻关系，李铮、李静分别为李国平、李腊琴夫妇之子女。李国平家族直接持有以及通过持有丹阳日升的股权和丹阳合力的出资份额间接持有公司股份 65.02%。公司股权较为集中，股权结构稳定。

图表 2：公司股权结构稳定，股权较集中

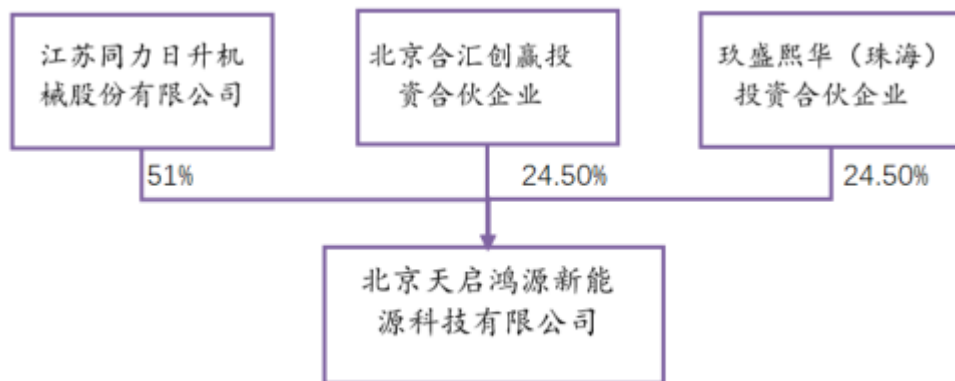


资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

1.2、收购天启鸿源切入储能赛道，股权激励显发展决心

2021年10月，公司发布公告，拟以发行股份及支付现金方式购买天启鸿源部分股权，直至公司持有的天启鸿源股权比例达到51%。2022年3月，收购方式改为现金收购。2022年5月，公司完成对天启鸿源51%股权的收购，天启鸿源纳入公司合并报表范围。天启鸿源业务聚焦于电化学储能系统集成和新能源电站开发业务，完成了多个风、光、储、微网领域的项目。储能系统集成业务方面，天启鸿源已自主掌握EMS、PCS、BMS等核心部件的技术能力，具备较强的储能系统集成技术优势。新能源电站业务方面，天启鸿源具备新能源电站的开发、设计、建设、运维的全生命周期服务能力，可通过建设、转让或持有电站等方式实现收益。公司2022H1储能和电站业务实现营业收入1024.60万元。

图表 3：北京天启鸿源新能源股权结构



资料来源：WIND，华鑫证券研究所整理

公司向天启鸿源管理团队及核心员工授予1000万股股权激励。激励对象共15人，授予的限制性股票占激励计划公告日股本总额的5.95%。激励计划的解除限售考核年度为2022-2024年三个会计年度，每个会计年度考核一次，各年度业绩考核目标分别为0.8亿元/1.5亿元/2.5亿元，三年业绩目标总和为4.8亿元，较收购时的业绩目标3.21亿元有大幅增长，彰显了公司对天启鸿源未来发展的信心。

图表 4：天启鸿源管理团队行业经验丰富

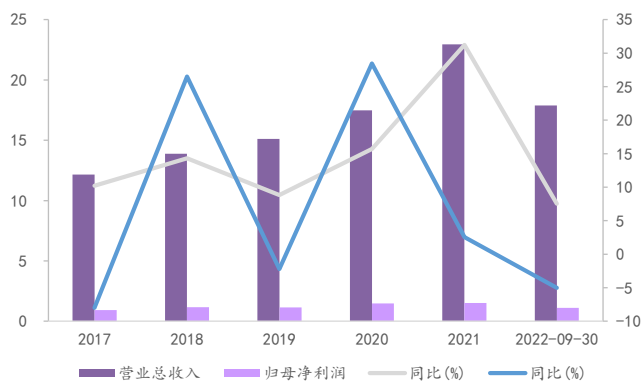
姓名	简历
王野	王野先生，1954年2月出生，本科学历，高级工程师。现任标的公司董事长，曾工作于法国电力公司（核电站）和中广核工程公司。2009年至2014年任中广核太阳能有限公司总工程师；2015年至2019年任北控清洁能源集团有限公司执行董事、执行总裁；2019年至今任北京天启鸿源新能源科技有限公司董事长。
庄波	庄波先生，1982年9月出生，本科学历。现任标的公司执行总裁，2005年至2010年任中广核工程有限公司工程师，2010年至2014年历任中广核太阳能开发有限公司项目经理，工程管理中心总经理助理，工程管理中心副总经理，2014年至2016年任中民新能源投资有限公司工程管理中心总经理，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，2019年至今担任北京天启鸿源新能源科技有限公司执行总裁。
沈聪	沈聪先生，1982年1月出生，博士研究生学历。现任标的公司副总裁，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，2019年至今担任北京天启鸿源新能源科技有限公司副总裁。
兰云鹏	兰云鹏先生，1979年10月出生，本科学历，电力工程及其自动化、工商管理双学位，工程师中级职称。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，2019年至今担任北京天启鸿源新能源科技有限公司副总裁。

资料来源：公司公告，华鑫证券研究所整理

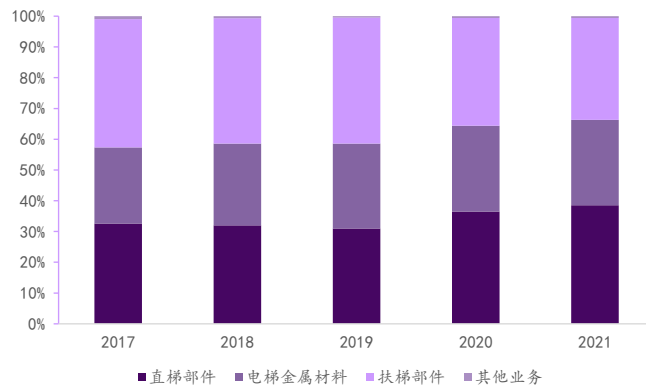
1.3、营业收入稳步增长，期间费用率显著下降

营业收入稳步增长，净利润稳中有升。2017年以来，公司营业收入稳步增长，从2017年的12.15亿元上升到2021年的22.96亿元，复合增长率为17.25%，2022年前三季度实现营业收入17.89亿元，同比增长7.55%；归母净利润从2017年的0.92亿元上升到2021年的1.51亿元，复合增长率为13.19%，总体呈现稳中有升的趋势，2022年前三季度公司实现归母净利润1.10亿元，同比下降5.02%。从业务构成情况来看，2017-2021年，扶梯部件收入占公司营业收入比重逐渐下降，直梯部件和电梯金属材料产品收入占公司营业收入比重逐渐上升。

图表 5：营收稳步增长（亿元）



图表 6：公司业务构成较为稳健



资料来源：Wind，华鑫证券研究所整理

资料来源：Wind，华鑫证券研究所整理

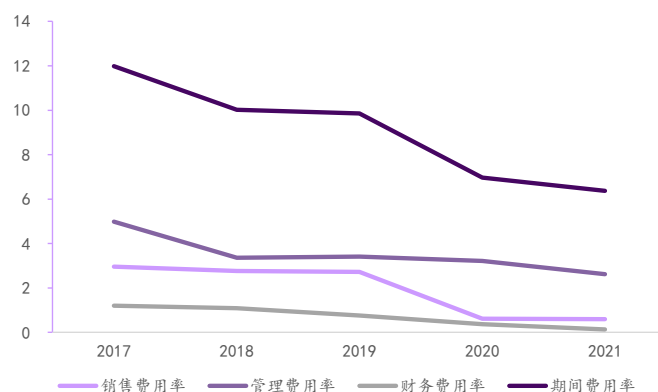
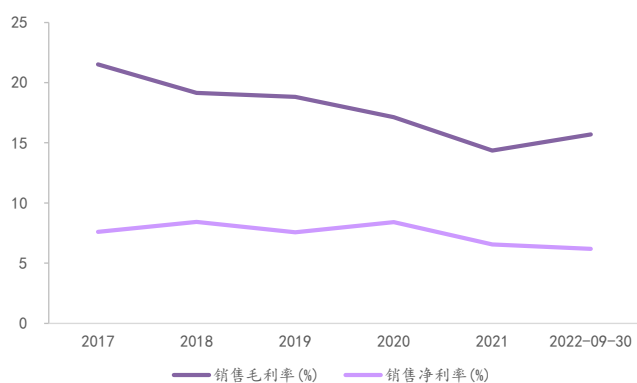
毛利率受原材料成本影响波动下降，未来盈利能力有望修复。2017-2021年，公司毛利

率呈现波动下降的趋势，从 2017 年的 21.51% 下降到 2021 年的 15.69%，毛利率下降主要有两个原因，第一，原材料价格如不锈钢、碳钢等价格波动，公司生产成本增加，第二，电梯行业增长速度放缓，市场竞争日趋激烈，下游电梯整梯制造商将价格压力转嫁给上游电梯部件制造企业。若未来原材料价格趋向平稳，公司毛利率有望回升。2017-2021 年，公司净利率较平稳，大致在 6%-8.5% 之间上下波动，侧面体现出公司具有较强的费用控制能力。

费用控制能力强，期间费用率显著下降。2017 年以来，公司期间费用率稳步下降，从 2017 年的 11.98% 下降到 2021 年的 6.37%，体现了较强的费用控制能力。其中销售费用率和管理费用率下降明显，销售费用率从 2017 年的 2.96% 下降到 2021 年的 0.59%，管理费用率从 2017 年的 4.98% 下降到 2021 年的 2.62%。预期随着公司业务规模进一步扩大，期间费用率有望进一步下降。

图表 7：盈利能力受材料成本波动下降

图表 8：公司费用控制能力强

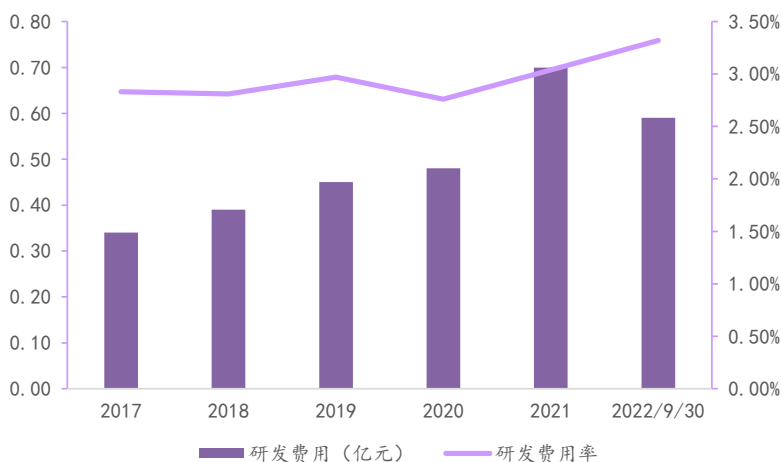


资料来源：Wind，华鑫证券研究所整理

资料来源：Wind，华鑫证券研究所整理

重视研发，研发投入逐年增加。公司重视研究开发，2017 年以来研发费用和研发费用率呈现逐年上升的趋势，研发费用从 2017 年的 0.34 亿元上涨到 2021 年的 0.70 亿元，研发费用率在 3% 左右波动。2022Q1-Q3 公司研发费用 0.59 亿元，研发费用率为 3.32%。子公司天启鸿源 2021 年研发费用为 723.20 万元，研发费用率为 1.83%。预期随着天启鸿源并入公司财报范围，公司切入储能赛道，研发投入和研发费用率会进一步上升。

图表 9：公司研发费用逐年上升（亿元）



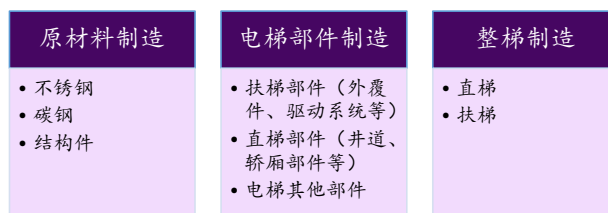
资料来源：WIND，华鑫证券研究所整理

2、电梯部件行业蕴含增长空间，公司产品种类齐全

2.1、需求受房地产影响大，存量市场蕴含增长潜力

电梯部件制造行业上游主要为不锈钢、碳钢、结构件等原材料制造业。直接下游为整梯制造厂商，终端应用市场为住宅、办公楼、商场等房地产建设市场以及城市轨道交通、高铁、机场等基础设施建设市场。产业链示意图如下图所示：

图表 10：电梯部件制造行业上下游

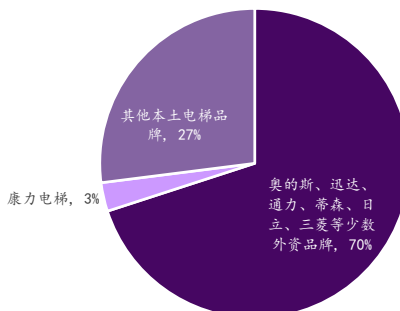


资料来源：招股说明书，华鑫证券研究所整理

下游电梯整梯制造商零部件外购趋势明显。电梯由电气部件、机械部件、金属部件等组成，涉及的零部件种类多。电梯整梯制造商为提升其生产效率、盈利水平，逐步将各类零部件剥离出来，交由上游零部件厂商进行配套生产。近年来，随着电梯部件制造商柔性配套能力的增强，以及研发技术和生产工艺技术的不断进步和成熟，整梯制造商趋向于将更多类型的电梯部件交由零部件制造商来完成，并形成向配套供应商采购成套配件的发展趋势，电梯部件制造业得到了不断发展。

电梯行业集中度较高，且有进一步集中的趋势。奥的斯、迅达、通力、蒂森、日立、三菱等外资品牌占据了国内市场约 70% 的份额。随着下游电梯行业市场进一步集中，部分具有质量、工艺技术、供货速度等优势的电梯部件制造企业获得了下游电梯生产企业的青睐，与下游客户保持着持久稳固的合作关系，其市场份额随着下游电梯行业的发展而逐渐扩大。因此下游部件厂商定制化成本都较高，预计未来电梯零部件厂商的行业集中度也会趋向于更加集中。

图表 11：电梯行业集中度较高

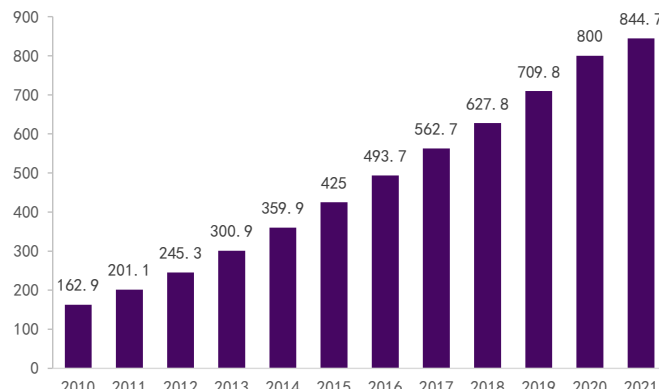
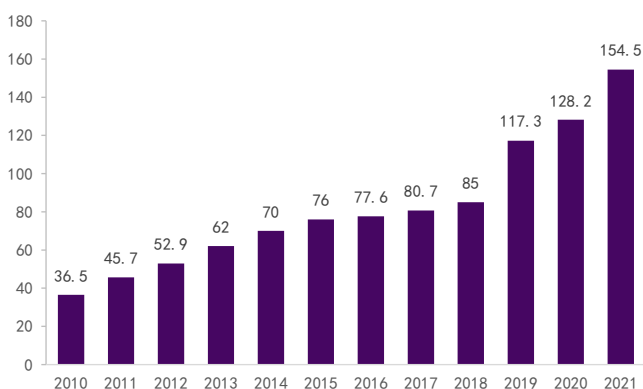


资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究所整理

下游整梯制造商的市场需求受国家宏观经济环境、全社会固定资产投资及房地产政策影响较大，其中住宅市场受房地产政策的影响尤为显著。随着中国城镇化水平的上升以及房地产市场的不断发展，中国电梯市场空间不断扩大，电梯生产量和电梯保有量快速提升。根据中国电梯行业协会的统计，近十年来，全球 70%的电梯在中国制造，60%-65%的电梯销售在中国市场，我国电梯产量从 2010 年的 36.5 万台增长到 2021 年的 154.5 万台，年均复合增长率 14.02%。同时，随着我国电梯产业的不断繁荣，我国电梯保有量规模快速扩大，已从 2010 年的 162.9 万台增长至 2021 年的 844.7 万台，目前已成为全球电梯保有量最多的国家。但 2021 年以来，受宏观经济增长放缓及房地产调控政策影响，房地产行业发展趋缓，对电梯及电梯部件产业的增速可能产生不利影响。

图表 12：2010-2021 年中国电梯产量（万台）

图表 13：2010-2021 年中国电梯保有量（万台）

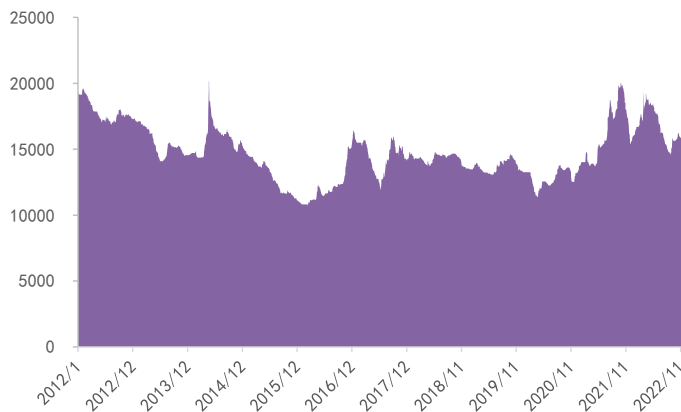


资料来源：招股说明书，智研咨询，华鑫证券研究所整理

资料来源：招股说明书，智研咨询，华鑫证券研究所整理

另外，2021 年以来，不锈钢、碳钢等大宗商品价格上涨明显，电梯部件制造成本上升。同时，由于下游需求增长趋缓，市场竞争加剧，电梯整机市场竞争日益激烈，为了取得价格优势，整机厂商往往将其所面临的成本压力转嫁给上游部件厂商。这两个因素使得行业的整体盈利能力有所下降。

图表 14：不锈钢板价格（元/吨）

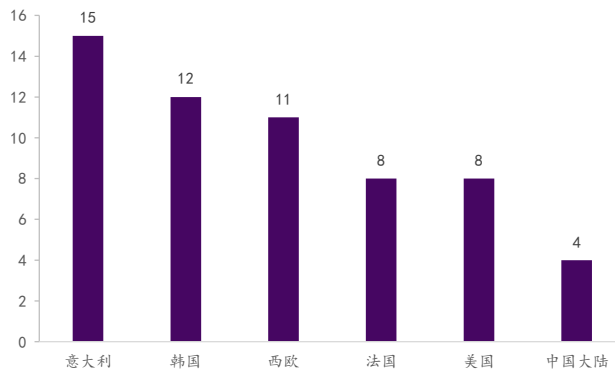


资料来源：WIND，华鑫证券研究所整理

电梯行业仍蕴含着极大的增长潜力。首先，尽管我国电梯保有量和电梯产量较大，但从人均电梯保有量上看，中国每万人电梯保有量约 50 台，落后于欧美发达国家，长期来看仍有较大提升空间。2022 年 3 月，住建部在《住宅项目规范》征求意见稿中要求，新建二层及二层以上的住宅建筑应至少设置 1 台电梯，比以往四层的要求更为严格，有利于电梯

行业市场规模的增长。

图表 15：2018 年世界部分国家/地区人均电梯保有量



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究所整理

另外，随着我国人口老龄化速度加快，老旧小区加装电梯的需求增大。目前，许多老人还居住在没有电梯的旧楼，上下楼已成为他们生活中最大的难题，旧楼中的老年群体对电梯的需求越来越多。老旧建筑电梯缺失与人口老龄化矛盾凸显，旧楼加装电梯是一项急需解决的民生工程。全国各地也陆续出台有关住宅加装电梯的指导政策，各地纷纷为加装电梯提供财政补贴，旧楼加装电梯迎来新的发展机遇。

图表 16：老旧小区加装电梯相关政策汇总

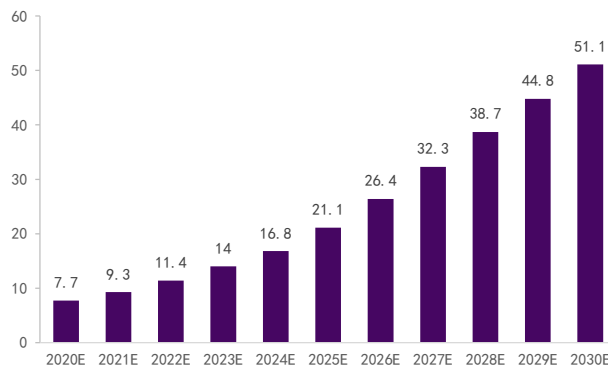
产业规划及政策名称	发布部门	发布时间	相关内容或影响
《2022 年政府工作报告》	国务院	2022.5	开工改造一批城镇老旧小区。2022 年全国计划新开工改造城镇老旧小区 5.6 万个。
《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》	国务院	2020.7	2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户，到 2022 年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制；到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。
《2020 年政府工作报告》	国务院	2020.5	新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持管网改造、加装电梯等，发展居家养老、用餐、保洁等多样社区服务。加强交通、水利等重大工程建设。
《关于落实〈政府工作报告〉重点工作部门分工的意见》	国务院	2019.4	城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造升级，更新水电路期等配套设施，支持加装电梯和无障碍环境建设
《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》	住建部、国家发改委、财政部	2019.4	小区内房屋公共区域修缮、建筑节能改造，有条件的居住建筑加装电梯等。
《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》	国家发改委，工信部，民政部	2019.1	加快推进老旧小区和老年家庭适老化改造。有条件的地方可对老旧小区加装电梯、无障碍通道、适老化家居环境、适老辅具等方面进行补贴，调动市场积极性。

资料来源：招股说明书，中国政府网，华鑫证券研究所整理

旧梯更新改造市场需求较大。中国庞大的电梯保有量带来了巨大的维保更新市场需求。

电梯的使用寿命基本在 10-15 年之间，由于十几年前的电梯零部件在现在已经无法找到可匹配的，且电梯维修成本高，很多用户选择直接更换新电梯。预计 2020-2030 年旧梯更新需求将呈现逐年递增趋势，2030 年旧梯更新数量将达到 51.1 万台，极大推动电梯部件制造业的发展。

图表 17：预测 2020-2030 年旧梯更新数量（万台）



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究所整理

2.2、公司深耕电梯部件制造，产品种类齐全

公司深耕电梯业务，主要从事电梯部件及电梯金属材料的研发、生产和销售。主要产品包括扶梯部件、直梯部件和电梯金属材料等三大类，扶梯部件涵盖裙板、盖板、栏板、扶手回转、驱动总成、扶手导轨、梯路导轨；直梯部件涵盖导轨支架、曳引机支架、对重架、保护屏组件、缓冲器支架、轿厢上/下梁、直梁、轿顶/底、轿底托架、轿壁；电梯金属材料系各电梯厂家定制化不锈钢材料等各类细分产品。生产电梯配套产品的绝大多数类别，是行业内产品线最为丰富的企业之一。

图表 18：公司主要产品情况

业务	产品	具体产品内容
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
	其他部件	电梯其它类型的零部件
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/下架、直梁、轿顶/底、轿底托架、轿壁等
电梯金属材料		各种不锈钢材质的电梯材料

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究所整理

公司扶梯部件类产品可分为两类，即外覆件和驱动系统。其中扶梯外覆件安装于扶梯外部，主要位于梯级两侧，起到装饰扶梯，保证乘客的安全作用。驱动系统是扶梯的核心部分，其作用是将动力传递给梯路系统及扶手系统，引导梯路及扶手系统按照固定轨迹运行，主要由驱动主机、驱动总成、梯路导轨、扶手导轨等组成。扶梯驱动系统对研发制造有较高的技术要求，必须保证其具有较高的强度、刚度及耐磨性。公司主要生产驱动总成、梯路导轨、扶手导轨等驱动系统产品。2022H1 公司扶梯部件类产品实现营业收入 3.05 亿元，占总业务收入的 30.64%。

图表 19：公司扶梯部件类产品

现营业收入 3.17 亿元，占总营业收入的 31.82%。

公司产品多样化，种类齐全，能够满足整梯制造企业的“一站式、多样化”采购需求。其中同力日升、鹤山协力拥有生产扶梯外覆件为主的车间，同力日升还拥有生产驱动总成的一系列生产线；子公司江苏创力、重庆华创拥有生产直梯部件为主的一系列设备；子公司江苏华力拥有生产电梯金属材料及设备生产线。由于世界知名电梯品牌和国内大型电梯厂商大规模集中采购，公司综合配套能力优势产生规模效应更加明显。另外，公司于 2011 年进入不锈钢原材料加工领域，完成由电梯金属部件制造向上游不锈钢原材料加工产业的延伸，使得公司能够更好地规避上游原材料价格波动的风险。

图表 21：公司产品种类齐全

子公司	主营业务
江苏创力	主要从事垂直电梯部件研发、生产及销售
江苏华力	主要从事电梯金属材料生产及销售
鹤山协力	主要从事扶梯部件研发、生产及销售
重庆华创	主要从事垂直电梯部件研发、生产及销售

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究所整理

公司同全球领先的电梯主机厂形成稳定的合作关系，合作厂商包括奥的斯、迅达、通力、蒂森克虏伯和日立等世界知名电梯品牌以及西奥、康力、广日等国内领先的电梯厂商。电梯行业市场集中度较高，奥的斯、迅达、通力、蒂森、日立、三菱等外资品牌占据了国内市场约 70% 的份额。2017-2020H1，公司前五大销售客户均为迅达电梯、奥的斯、通力电梯、西奥电梯和蒂森克虏伯（排名有变动），2021 年，公司前五名客户销售额为 191,664.93 万元，占年度销售总额 83.49%，客户集中度和稳定性较高。

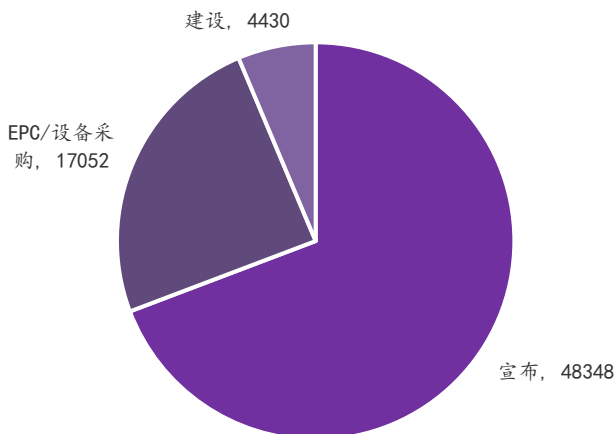
公司具有较为雄厚的研发和设计能力，在电梯配套产品领域处于国内领先水平。公司共拥有 120 项专利，其中包含 42 项发明专利，核心技术包括激光切割技术、无痕折弯技术等。同力日升及子公司江苏创力、鹤山协力均为高新技术企业，拥有镇江市企业技术中心、广东省新型自动扶梯安全装配及精密制备工艺工程技术研究中心和江门市优质精密安全自动扶梯工程技术中心等科研技术中心。同时，公司制造工艺先进，工装模具设计能力强，有利于提高客户响应速度，实现柔性化生产。

3、新能源电站与储能：下游需求旺盛，公司经验丰富技术领先

3.1、国内大储需求旺盛，盈利改善后有望迎来爆发

近两年，随着风光发电逐步演变成为主力电源，提升电力系统灵活性、消纳可再生能源的需求日益迫切，传统电力系统中灵活可调资源（调峰电站、抽水蓄能等）不足以支持电网稳定可靠运行，储能可平抑风光电不稳定性，已渐成刚需，中国电化学储能快速增长。根据储能与电力市场的统计，2022 年已经启动的独立储能项目共计 231 个，总规模合计 34GW/70Gwh；已经进入 EPC 和设备招标、项目建设和投运等实质性阶段的项目总计在 110 个，总规模 10.9GW/21.7Gwh，占比接近 1/3；已完成招投标的储能系统/EPC 集采规模为 15.20GWh，电芯和电池簇集采规模为 6.01GWh，PCS 采购规模为 3.95GW。

图表 22：2022 年已经启动的独立式储能项目进展（单位：Mwh）



资料来源：储能与电力市场，华鑫证券研究

目前已经进入实质性阶段的 110 个独立储能项目主要分布在山东、宁夏、湖北等 19 个省自治区，山东、宁夏、湖北、湖南等四地进入实质性阶段的储能项目全国领先，均在 2Gwh 以上，以上地区的政策相对比较明确，对储能项目鼓励力度较大，示范项目对今年底或者明年 6 月底并网投运要求，在一定程度上加速储能项目的建设。

图表 23：山东省新型储能收益说明

山东新型储能收益说明		
收益项	收益模式	备注
现货市场价差收益	充电：电力用户身份，从市场购电 放电：发电企业身份，向市场卖电 收益：充放电电价差	独立主体参与电力现货市场交易 充电不承担输配电价和政府基金及附加
容量补偿	按独立储能月度可用容量补偿标准 2 倍执行	参与电力现货市场时可获取 100MW/200MWh 的独立储能电站预估可获得容量补偿 600 万元
辅助服务	提供调频、爬坡、黑启动等多种辅助服务，获取收益	
储能容量租赁	新能源企业租赁储能容量 获得容量租赁费用	山东电力市场月度组织，撮合容量租赁交易 租赁容量视同可再生能源配建储能容量 租赁合同不低于 2 年

资料来源：储能与电力市场，华鑫证券研究所整理

目前大型储能电站经济性仍然较差，后续下游需求有望逐步改善迎来爆发。目前而言独立储能电站盈利模式尚不明确，各省份之间政策差距较大，以发展储能业务较快的山东为例，目前的主要收益模式为容量租赁+容量补偿+现货市场电价差为主，盈利能力仍然较弱。但长期来看，风电光伏发电量占比将持续提升，且国家未来有望陆续出台政策增厚储能经济效益（如：完善电力现货市场及辅助服务市场、积极探索将电网替代型储能设施成本纳入输配电价回收、研究建立电网侧独立储能电站容量电价机制、免除向电网送电的独立储能电站输配电价和政府性基金及附加、拉大峰谷价差等），储能经济性边际向好，我们看好国内大型储能长期发展前景。

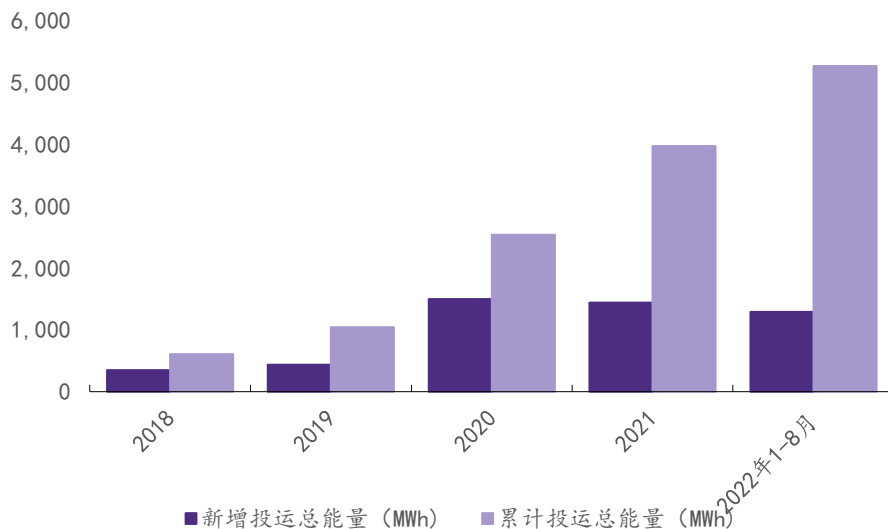
图表 24：我们预计未来中国储能新增装机需求将持续高速增长

单位：GWH		2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
发电侧	新能源配储	2.22	9.69	20.39	37.85	53.93
	调峰	1.06	1.66	1.84	2.64	4.30
电网侧	调频	0.35	1.66	2.12	2.51	3.30
	分布式光储	0.07	1.10	2.96	6.03	11.70
用户侧	削峰填谷	0.12	0.32	0.68	1.44	3.06
	合计	3.84	14.44	28.00	50.47	76.30

资料来源：国家能源局，国际统计局，中电联，国家发改委，CPIA，GWEC，CNESA，华鑫证券研究所整理

根据能量存储形式，储能包括电储能、热储能和氢储能，其中电储能是最主要的储能方式。电储能中，根据存储原理不同又分为电化学储能和机械储能。电化学储能是指二次电池储能，包括锂离子电池、钠离子电池、铅蓄电池和液流电池等；机械储能包括重力储能、抽水蓄能、压缩空气储能和飞轮储能等。我们认为目前电化学储能优势较为显著，未来将快速发展。

图表 25：电化学储能电站逐年发展情况



资料来源：中电联，华鑫证券研究

3.2、公司团队底蕴深厚，在手订单丰富

此次上市公司收购的北京天启鸿源新能源科技有限公司成立于 2019 年，尽管成立时间较短，但创业团队早已深耕储能领域多年，曾经成功主导了国内外多个储能项目深度布局电化学储能与新能源电站业务。**电化学储能业务**是根据客户需求，为电化学储能系统提供方案设计、物料采购或生产、实施等全过程或若干阶段的技术服务。在方案设计环节，公司需根据项目要求的储能时长、运行期容量衰减率、放电效率和放电深度、循环寿命和电站可用率等技术指标进行综合分析论证，确定整体系统方案，包括储能集装箱内空间布局、元器件规格和参数、元器件电路布置和所需的软件功能。在确定方案后，通过自行研发、OEM 生产或对外采购等多种形式，对电池组、储能变流器 (PCS)、电池管理系统 (BMS)、能量管理系统 (EMS) 等软硬件进行整体集成并实现交付。

图表 26：公司电化学储能业务



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

电站业务：公司具备新能源电站（包括风电、光伏等）的开发、设计、建设、运维的全生命周期服务能力。公司新能源电站业务分为两类：一类为通过联合投标或分包的方式，参与第三方开发的新能源电站项目，标的公司主要参与项目设计、建设及运维，取得建造合同收入；一类为自主开发建设或联合第三方建设的方式设计、建设电站，建成后通过将电站转让获取收益，或者通过持续运营电站取得电站的发电收益。

图表 27：公司过往新能源项目较多

公司完成项目案例
河北300MW风储氢一体项目
河北光储氢500MW多能互补示范项目
湖南枣阳47.8MW风电项目全容量并网
彩虹（临高）36MW农光储能9MW/18MWh项目
晋中太谷风电场6MW / 9.45MWh “新能源+储能”科技示范项目
世界银行肯尼亚微电网项目：光储柴微网群项目
内蒙古10MW/5MWh火电厂联合调频项目
甘肃网侧储能电站180MW/720MWh
甘肃航天日泽二期19.5MW光伏发电项目并网
广东湛江宝钢17MW分布式光伏项目全容量并网

资料来源：CESA 储能大会，华鑫证券研究所整理

公司管理团队经验丰富，底蕴深厚。天启鸿源管理团队为连续创业团队，多年来较为稳定，多具有中广核、北控清洁能源等行业龙头背景，具备丰富的行业经验。董事长王野先生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。管理团队在可再生能源及储能领域拥有超过10年的项目管理、项目开发、系统设计、建设管理、微电网应用、技术研发等经历，完成过多个风电、光伏、储能、微网领域标杆性项目。凭借天启鸿源公司核心管理团队的行业经验和技術积累，公司目前主要在手订单较为充裕，为后续业务发展奠定良好基础。

图表 28：公司获取订单能力较强

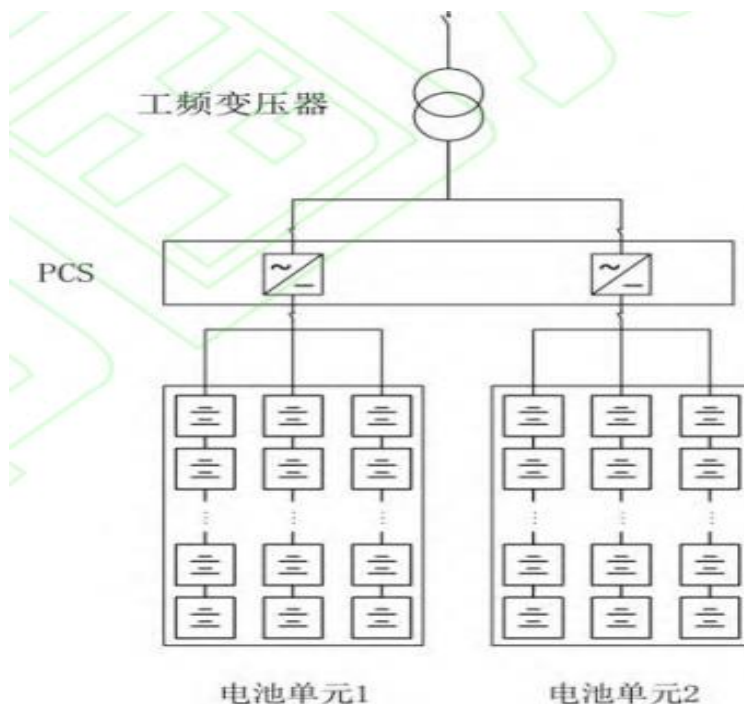
项目名称	标的公司角色	项目情况
1 内蒙古金山光储充一体化示范工程储能系统集成项目	提供储能集成系统产品	已完成
2 甘肃瓜州大规模储能电站EMS系统项目	提供储能系统EMS部分	已完成
3 广东南众储能系统设备项目	提供储能系统集成产品	已完成
4 世界银行储能市场咨询项目	提供关于储能的咨询服务	已完成
5 枣阳47.8MW分散式风电项目	投标联合体之一，负责除土建施工以外的其他工作	执行中
6 国家电投集团广东湛江宝钢屋顶分布式光伏建设项目	投标联合体之一，负责光伏系统集成项目管理和集成设备供货	执行中
7 肯尼亚光伏发电微电网项目	提供新能源电站建设及储能集成产品	执行中
8 广东河源田园渔光互补300MW项目	已取得项目指标，项目开发方	已取得相关批复，尚未实施
9 鹤壁宝山分布式发电40MW光伏项目	已取得项目指标，项目开发方	已取得相关批复，尚未实施
10 河北承德300MW风储氢一体化项目	已取得项目指标，项目开发方	已取得相关批复，尚未实施

资料来源：公司公告，华鑫证券研究所整理

3.3、先发优势明显，产品技术领先

当前国内储能市场上大储集成方案种类较多，包括拓扑结构以及电力电子设备选择之间均有较大差异，而不同的集成方案则会影响电池的循环次数与效率。目前市场主流的传统低压并联系统方案采取的是电池簇多簇并联后连接大功率 PCS 的结构，技术来源于光伏逆变器，推广较好，成熟度较高，并且由于已经规模化生产，单瓦初始成本较低，目前市占率较高。

图表 29：传统低压并联系统拓扑结构图

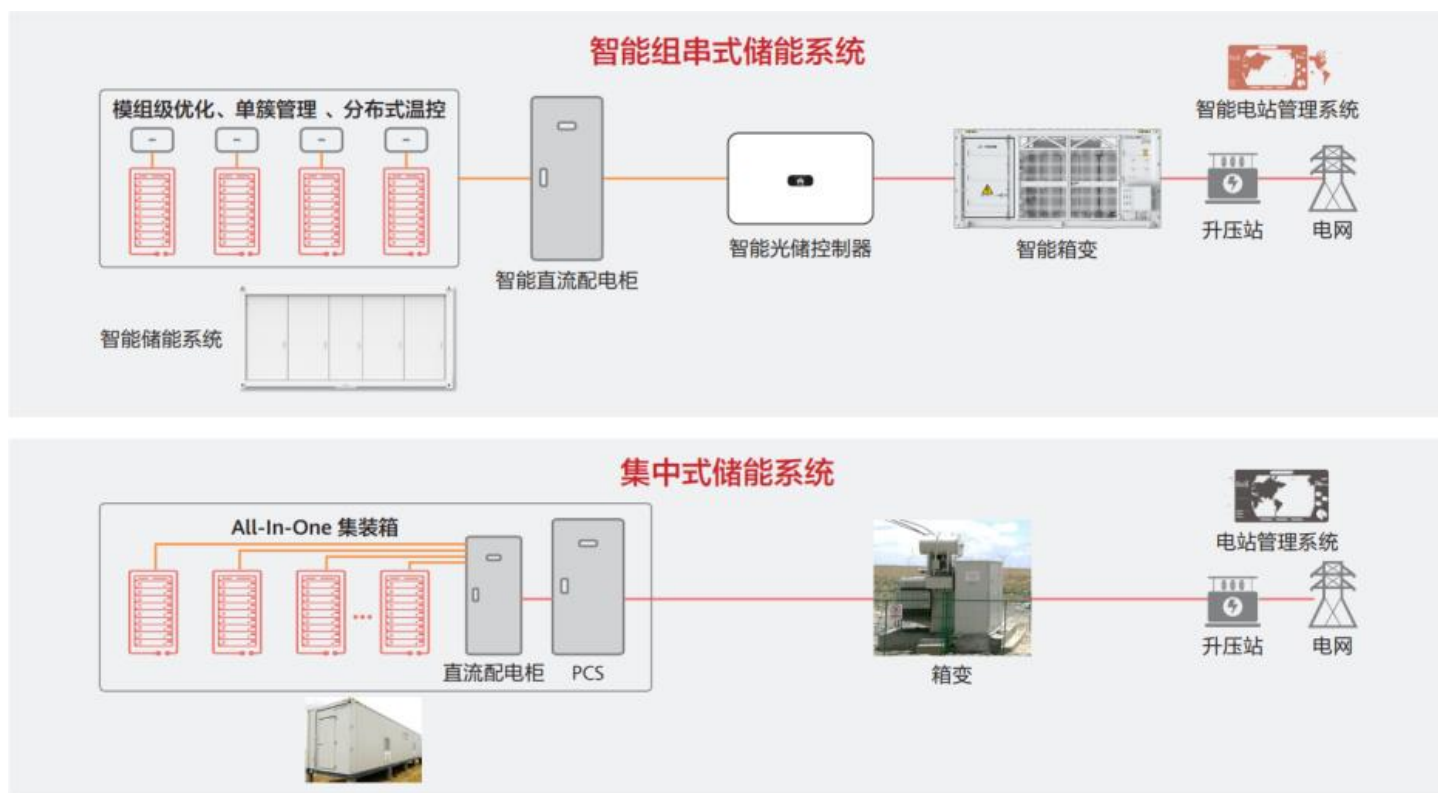


资料来源：《高压级联式储能系统在火储联合调频中的应用及实践》，华鑫证券研究所整理

但传统方案由于存在电芯并联的情况，整个电堆的容量受电堆中最小电芯容量限制，进一步发展之后电池簇间的环流会逐步增大，从而间接导致簇间电池衰减不一致，出现“木桶效应”，从而影响电池寿命。而随着储能电站的发展，对减少电池衰减的要求逐步增加。近期，山西能监办发布关于征求《山西储能电站并网运行管理实施细则（征求意见稿）》，其中第二十四条要求“独立储能电站各项性能参数应符合国家、行业标准有关规定，额定容量、最大充放电时间应与并网调度协议一致。因电池寿命衰减、意外事故等造成性能参数发生较大变化的，电站需及时上报电力调度机构，并在3个月内完成整改”。同时，在细则的各类考核中，均是以“按全站装机容量”为标杆进行考核，对容量衰减后进行容量整改补充提出了明确要求。

针对上述问题，组串式储能解决方案应运而生。与传统方案比，组串式储能解决方案可以实现PCS对电池簇一对一精准化、精细化管理，充分释放每簇电池电量，达到更高收益，更快获得投资回报；模块化设计可灵活部署，确保单簇电池或单台PCS在出现故障时，不影响其他容量正常运行，降低因电池簇间不均衡造成的短板效应；支持新旧电池混用、分期补电，有效减少电站初始投资。

图表 30：智能组串式储能系统与集中式储能系统结构对比



资料来源：《智能组串式储能技术白皮书》，华鑫证券研究所整理

图表 31：智能组串式储能解决方案与传统集中式储能解决方案差异一览表

维度	智能组串式储能解决方案	传统集中式储能解决方案
更高放电	具备更高放电能力。采用电池模组级能量优化器，避免失配导致容量损失，生命周期内发电量提升 6% 以上；采用智能单簇电池簇控制器，避免环流导致容量损失，生命周期内发电量提升 7% 以上。	无电池模组均衡设计，簇内电池模组间无优化，不能充满满放，模组更换需人工均衡调节；电池簇直接并联，无簇级电压调节能力，簇间差异会降低可用容量。
更优投资	采用高密预置化安装，现场交付成本可降低 1~3 分 /Wh；采用单簇管理，初始电池配置可减少 5% 以上；采用补电模式，相比传统集中式方案，初始电池配置可降低 30% 以上，实现更低初始成本。	初始及总投资较高，无法补电，需初期超配 60-70%。
智能温控	具有智能温控功能，集装箱内部温升 <5℃ @1C，保障 15 年使用寿命。	集装箱内通过 1-2 个空调集中散热，温升差异可达 10℃，影响电池组寿命。
新旧电池混用	支持新旧电池混用，避免木桶效应，储能系统最大化充放电，可实现分期补电模式。	不支持新旧电池直接混用，储能系统无法最大化充放电；新旧电池内阻差异造成环流，带来发热，加速新电池老化。
极简运维	新电池自动优化充放，无需手动调节备用电池，站上运维人员直接更换电池模组；降低相关运维成本 90% 以上。	需专家人工上站调整备件电池 SOC 并更换。
AI 内短路检测	突发型内短路：可通过剧烈短路识别算法检测；衍生型内短路：可通过 AI 离群算法检测，极致安全。	难以识别内短路故障，存在火灾风险。
模块化系统设计	电池系统及 PCS 均采用模块化设计，系统可用度 99.9% 以上	无模块化设计，PCS 故障影响整个集装箱，系统可用度仅为 97%-98%

资料来源：《智能组串式储能技术白皮书》，华鑫证券研究所整理

目前组串式储能系统方案已经逐步得到市场认可，大储集成企业如华为、上能电气等均有相应产品推广应用。而天启鸿源公司推出全新的天启 AI 智能储存模块产品，在组串式系统方案之上，通过独有软件技术、电路设计和系统布局理念，在每个储能集装箱内部配置了独立的 pack 级 AI 控制模块，实现了三点：一是动态检测，实现单个异常电池的快速定位；二是在电路设计层面实现异常电池与整体系统的实时断连，将影响范围控制在更小范围内；三是控制上述电路设计架构的充放电效率损失，保持整体系统较高的充放电效率。**与目前行业通行方案相比，公司减少了系统的维护成本，大幅度提升了系统的循环寿命。**目前公司二代产品已经通过全部测试与认证并向市场推出，我们认为，随着未来储能电站经济性改善，电芯性能管理将会继续向精细化管理方向发展，而公司的产品先发优势明显，技术领先，未来有望获得较高溢价。

3.4、收购协同效应可期：助传统业务切入新能源，打开天启用户侧业务空间

天启助力传统电梯业务切入新能源赛道：目前储能系统主要由电池、BMS、PCS、EMS、金属结构配件等构成，金属结构配件是上市公司未来业务拓展的一个重要方向，收购天启鸿源之后，公司有望切入定制化程度较高的新能源储能箱体结构件领域，进一步拓宽公司核心业务金属材料定制化加工的应用场景。

电梯业务打开天启用户侧业务空间：目前天启公司在手订单及项目主要集中在发电侧、电网侧，用户侧业务尚未开始布局。而目前国内建筑普遍存在高能耗、低能效的情形，其中电梯占楼宇能耗的 15%左右。随着储能方案的实施及不断改进，电梯主机厂商或者楼宇业主方能够通过低储高发来有效利用峰谷价差，从而降低电梯能耗成本，有利于实现楼宇建筑的整体能耗下降，以实现碳达峰、碳中和的目标。因此，通过本次收购，天启鸿源也有望获得在用户侧储能业务的布局能力。

4、盈利预测评级

我们看好公司在储能以及电站业务的发展，预测公司 2022-2024 年收入分别为 33.6、72.2、109.7 亿元，EPS 分别为 1.16、2.18、3.23 元，当前股价对应 PE 分别为 39、21、14 倍，维持“买入”投资评级。

图表 32：公司盈利预测

同力日升[605286.SH] 盈利预测	2022	2023	2024
电梯业务			
收入	2,450	2,700	3,195
成本	2,070	2,282	2,684
毛利	380	419	511
毛利率(%)	16	16	16
电站			
收入	700	2,730	3,570
成本	581	2,225	2,910
毛利	119	505	660
毛利率(%)	17	19	19
储能			
收入	210	1,792	4,200
成本	179	1,487	3,486
毛利	32	305	714
毛利率(%)	15	17	17
合计			
收入	3,360	7,222	10,965
成本	2,830	5,994	9,079
毛利	530	1,228	1,886
毛利率(%)	16	17	17

资料来源：华鑫证券研究所整理

5、风险提示

- 1、天启鸿源业绩不及预期风险
- 2、疫情反复风险
- 3、储能下游需求不及预期风险
- 4、原材料价格上涨风险等

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:					营业收入	2,296	3,360	7,222	10,965
现金及现金等价物	283	181	133	34	营业成本	1,966	2,830	5,994	9,079
应收款	602	882	1,895	2,877	营业税金及附加	9	13	27	41
存货	268	387	821	1,243	销售费用	13	20	42	64
其他流动资产	312	364	549	729	管理费用	60	88	189	287
流动资产合计	1,465	1,813	3,398	4,884	财务费用	3	3	31	43
非流动资产:					研发费用	70	102	219	333
金融类资产	202	202	202	202	费用合计	146	213	482	728
固定资产	297	283	267	250	资产减值损失	-13	-13	-13	-13
在建工程	10	4	2	1	公允价值变动	2	2	2	2
无形资产	86	82	77	73	投资收益	5	5	5	5
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	177	288	712	1,110
其他非流动资产	141	141	141	141	加:营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	534	510	487	465	减:营业外支出	5	5	5	5
资产总计	1,999	2,323	3,885	5,349	利润总额	173	284	708	1,106
流动负债:					所得税费用	22	37	91	143
短期借款	202	202	202	202	净利润	151	247	616	963
应付账款、票据	251	363	768	1,164	少数股东损益	0	40	228	389
其他流动负债	62	62	62	62	归母净利润	151	207	389	574
流动负债合计	521	636	1,053	1,459					
非流动负债:					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	600	800	成长性				
其他非流动负债	4	4	4	4	营业收入增长率	31.2%	46.4%	114.9%	51.8%
非流动负债合计	4	4	604	804	归母净利润增长率	2.5%	37.1%	88.1%	47.7%
负债合计	525	640	1,657	2,263	盈利能力				
所有者权益					毛利率	14.4%	15.8%	17.0%	17.2%
股本	168	178	178	178	四项费用/营收	6.4%	6.3%	6.7%	6.6%
股东权益	1,474	1,683	2,228	3,086	净利率	6.6%	7.4%	8.5%	8.8%
负债和所有者权益	1,999	2,323	3,885	5,349	ROE	10.2%	12.3%	17.4%	18.6%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	26.3%	27.6%	42.6%	42.3%
净利润	151	247	616	963	营运能力				
少数股东权益	0	40	228	389	总资产周转率	1.1	1.4	1.9	2.1
折旧摊销	34	24	23	22	应收账款周转率	3.8	3.8	3.8	3.8
公允价值变动	2	2	2	2	存货周转率	7.3	7.3	7.3	7.3
营运资金变动	-321	-335	-1216	-1179	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	-135	-22	-347	197	EPS	0.90	1.16	2.18	3.23
投资活动现金净流量	-360	20	19	18	P/E	51.3	39.6	21.1	14.3
筹资活动现金净流量	393	-38	529	95	P/S	3.4	2.4	1.1	0.7
现金流量净额	-102	-40	200	309	P/B	5.2	5.0	4.2	3.4

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 电力设备组介绍

张涵：电力设备组组长，金融学硕士，中山大学理学学士，4年证券行业研究经验，重点覆盖光伏、风电、储能等领域。

臧天律：金融工程硕士，CFA、FRM 持证人。上海交通大学金融本科，4年金融行业研究经验，研究方向为新能源风光储方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。