

盛弘股份 (300693.SZ)

2022 年业绩大幅提升，储能及充电桩业务有望快速成长

增持

核心观点

2022 年公司收入快速增长，归母净利润大幅提升。2022 年公司实现营业收入 15.03 亿元，同比+47%；归母净利润 2.24 亿元，同比+97%；扣非归母净利润 2.13 亿元，同比+111%。对应 22Q4 单季度实现营收 5.69 亿元，同比+56%，环比+47%；归母净利润 0.93 亿元，同比+169%，环比+48%；扣非归母净利润 0.90 亿元，同比+181%，环比+55%。

持续发力海外储能业务，紧跟国内工商业及电网侧配储需求。公司销售的储能设备产品主要包括储能 PCS、储能系统集成及 EPC 等，主要解决储能电池和电网之间的双向电能变换及传输，可以广泛应用于分布式光伏系统、电力储能、微电网系统等。根据 EESA 统计，2021 年公司中大型 PCS 全球出货量约 600MW，中国储能 PCS 企业中排名第四，海外 PCS 出货量排名第三。公司持续发力海外储能业务，同时紧跟国内工商业及电网侧新能源装机容量快速增长带来的配储需求，预计 2023-2025 年公司储能业务销售功率有望达到 2/3/4.1GW。

立足国内销售经验，重点布局充电桩产品出海欧美。当前欧美电动汽车渗透率不断提升，但充电桩建设相对滞后，公共充电桩比仍处于较高水平。根据 IEA 统计，2021 年欧洲、美国充电桩比分别达到 16:1 及 18:1，与我国的 7:1 有较大差距。欧美市场对充电桩产品质量、可用性及安全性要求较高，通常验证周期需要 2-4 年，拥有技术、成本及先发优势的企业能够获得出海欧美的产品红利。公司立足国内充电桩及模块销售经验，持续发力充电桩产品出海，重点布局车桩比及壁垒较高的欧美地区。目前公司已经与 BP 集团达成合作，成为首批进入 BP 中国供应商名单的充电桩厂家，为后续充电桩及模块产品出海认证与品牌建设夯实基础，未来公司充电桩业务的海外收入占比和利润率有望进一步提升。

风险提示：储能及充电桩激励性政策实施不达预期的风险；公司产品导入不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

投资建议：我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 25.1/32.7/43.7 亿元，同比增长 67%/31%/33%；实现归母净利润 3.31/4.55/6.27 亿元，同比增长 48%/38%/38%，当前股价对应 PE 分别为 37/27/19 倍。综合考虑 FCFF 估值和相对估值，我们认为公司股价的合理估值区间为 65.3-68.6 元，对应 2023 年动态 PE 区间为 41-43 倍，较公司当前股价有 10%-16%的溢价空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,021	1,503	2,509	3,274	4,365
(+/-%)	32.4%	47.2%	66.9%	30.5%	33.3%
净利润(百万元)	113	224	331	455	627
(+/-%)	6.9%	97.0%	48.0%	37.6%	37.8%
每股收益(元)	0.55	1.09	1.61	2.22	3.06
EBIT Margin	12.1%	15.5%	15.0%	16.1%	16.3%
净资产收益率 (ROE)	14.2%	23.4%	26.9%	28.7%	30.6%
市盈率 (PE)	107.3	54.5	36.8	26.7	19.4
EV/EBITDA	93.9	52.6	34.2	25.2	19.5
市净率 (PB)	14.39	11.46	8.74	6.83	5.25

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·其他电源设备 II

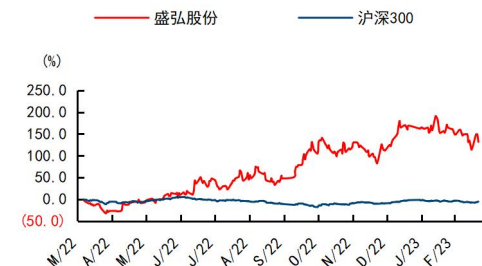
证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003
证券分析师：陈抒扬 0755-81982965 chenshuyang@guosen.com.cn
S0980523010001

联系人：王晓声 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	65.30 - 68.60 元
收盘价	59.31 元
总市值/流通市值	12175/9514 百万元
52 周最高价/最低价	76.66/16.92 元
近 3 个月日均成交额	568.84 百万元

市场走势

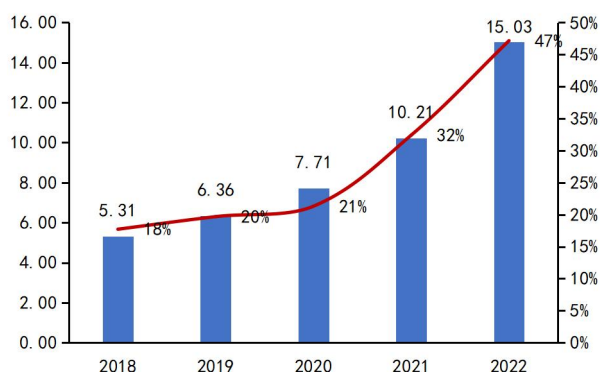


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

相关研究报告

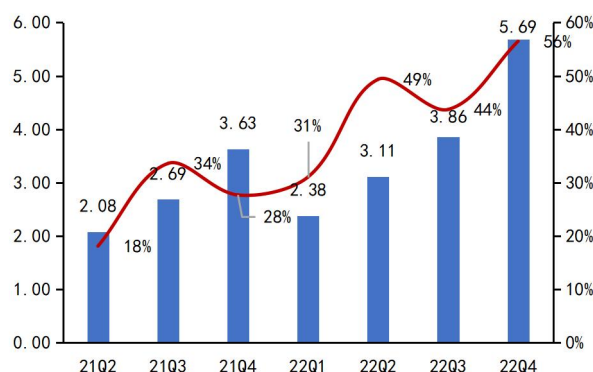
2022 年公司收入快速增长，归母净利润大幅提升。2022 年公司实现营业收入 15.03 亿元，同比+47%；归母净利润 2.24 亿元，同比+97%；扣非归母净利润 2.13 亿元，同比+111%。对应 22Q4 单季度实现营收 5.69 亿元，同比+56%，环比+47%；归母净利润 0.93 亿元，同比+169%，环比+48%；扣非归母净利润 0.90 亿元，同比+181%，环比+55%。

图1: 公司营业收入及增速 (亿元、%)



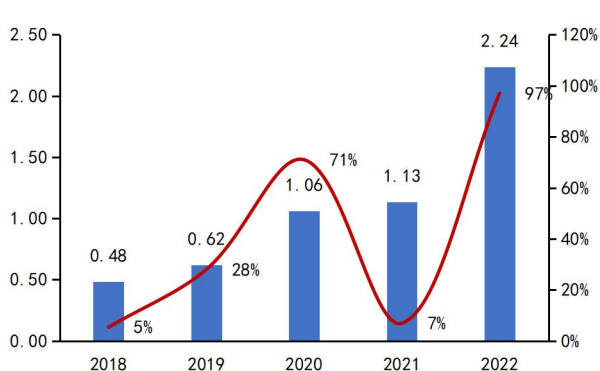
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (亿元、%)



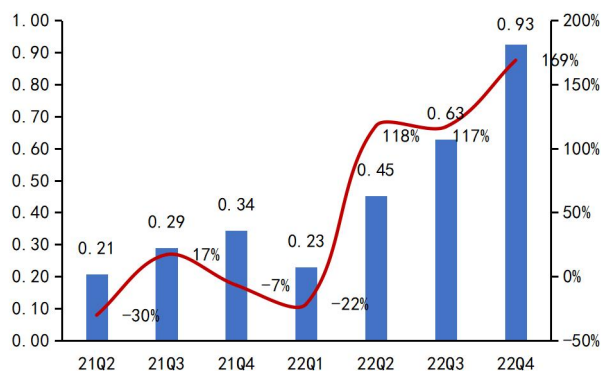
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (亿元、%)



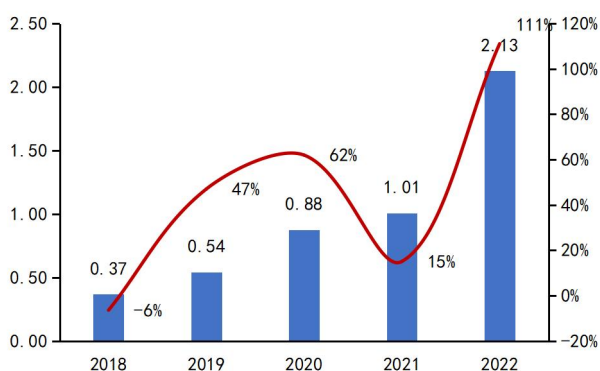
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速 (亿元、%)



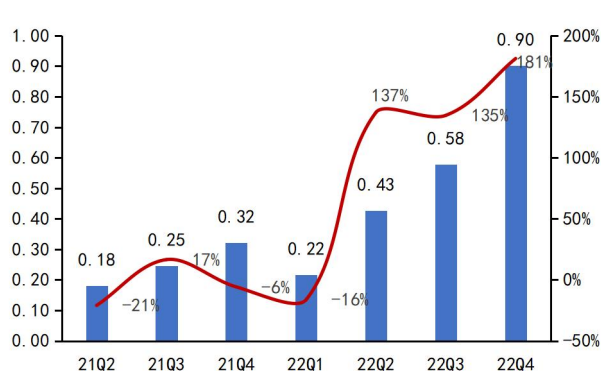
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 公司扣非归母净利润及增速 (亿元、%)



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

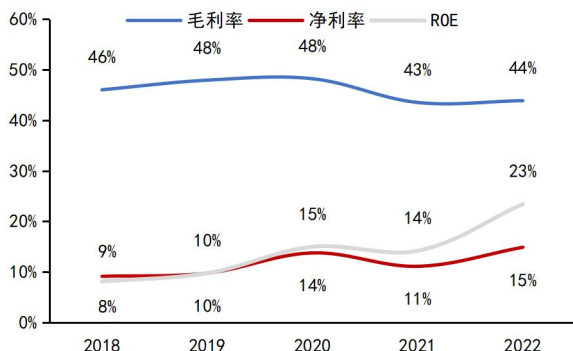
图6: 公司单季扣非归母净利润及增速 (亿元、%)



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

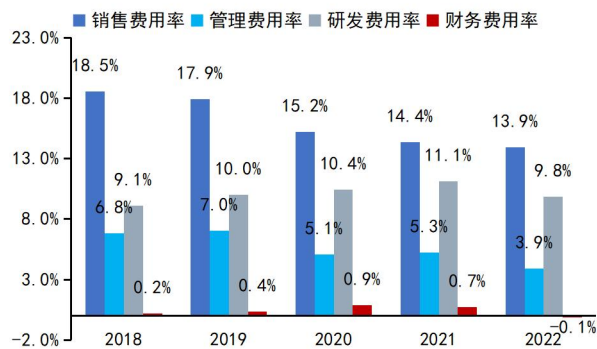
公司期间费用持续降低，经营现金流充足。2022 年公司毛利率为 43.9%，同比+0.4pct；净利率为 14.9%，同比+3.8pct；公司期间费用率为 27.5%，同比-4.0pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 13.9%（同比-0.5pct）、3.9%（同比-1.4pct）、9.8%（同比-1.3pct）、-0.1%（同比-0.8pct）。

图7：公司毛利率、净利率和平均 ROE 变化



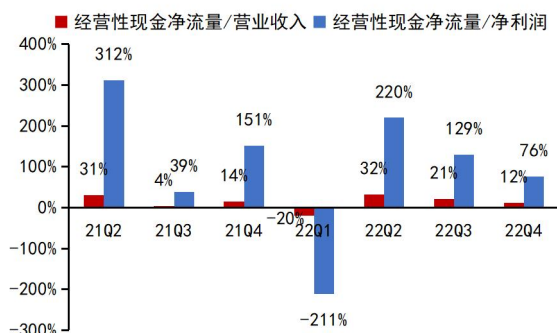
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用占比情况变化



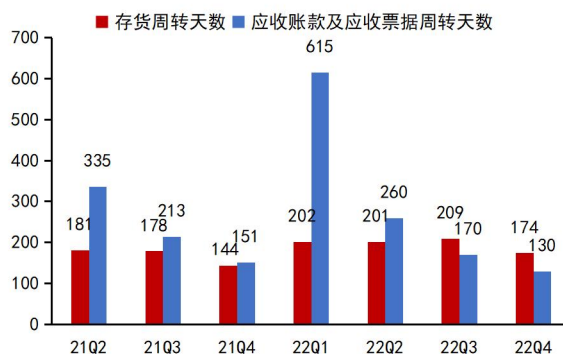
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司经营活动现金流情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司营运能力指标变化情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

各国利好政策频出，储能行业快速发展

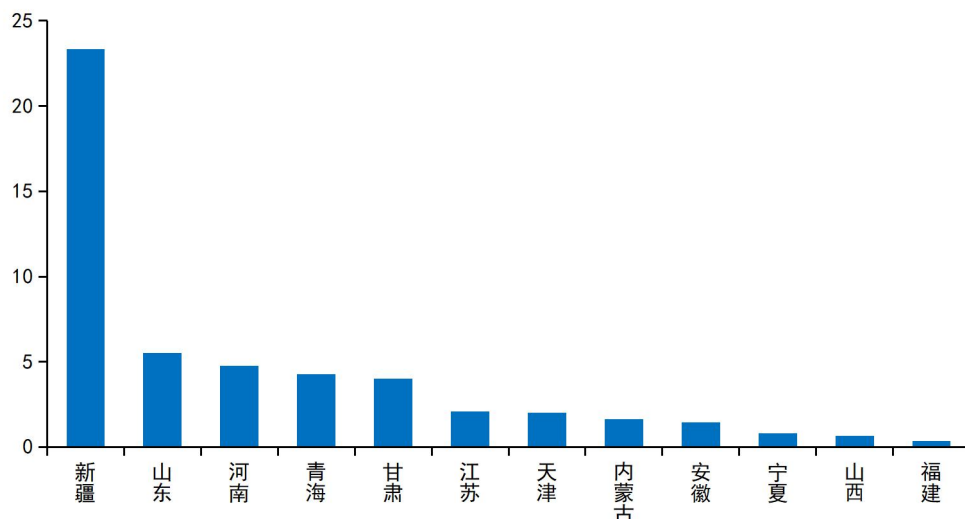
1、中国新型储能年均增速超过 50%

随着国内支持储能的政策体系不断完善，储能技术取得重大突破，储能标准加快创制，为国内产业高速发展提供强劲支撑。截至 2022 年底，国内新型储能项目累计装机达到 12.7GW，首次突破 10GW。

2022 年，国家能源局出台《十四五新型储能发展实施方案》，发改委发布《关于进一步推动新型储能参与电力市场和调度运用的通知》。据统计，国家及地方全年共出台储能直接相关政策约 600 余项，涉及储能规划、实施方案、市场机制、技术研发、安全规范等方面。

2022 年风光大基地项目配储需求已达 20GW/51GWh。据储能与电力市场统计，2022 年全国各地新发布的常规项目+一体化大基地项目，共计 12 个地区提出了不同程度的储能配置要求，合计总规模达 20GW/51GWh。其中，新疆配建规模最大，为 7GW/23GWh。山东、河南、青海、甘肃等地新能源配储规模也超过 4GWh。

图11：2022 年各地发布的新能源常规项目+一体化项目储能规模（MWh）



资料来源：储能与电力市场，国信证券经济研究所整理

强制配储政策加快国内大储发展。2021 年 8 月发改委、能源局发布《关于鼓励可再生能源发电企业自建或购买调峰能力增加并网规模的通知》，鼓励发电企业自建储能或调峰能力增加并网规模，超过电网企业保障性并网以外的规模初期按照功率 15% 的挂钩比例（时长 4 小时以上）配建调峰能力，按照 20% 以上挂钩比例进行配建的优先并网，国家强制配储政策正式推出。随后各地方政府分别推出相应配储政策，国内大储市场进入快速发展期。

表1: 部分省份强制配储政策

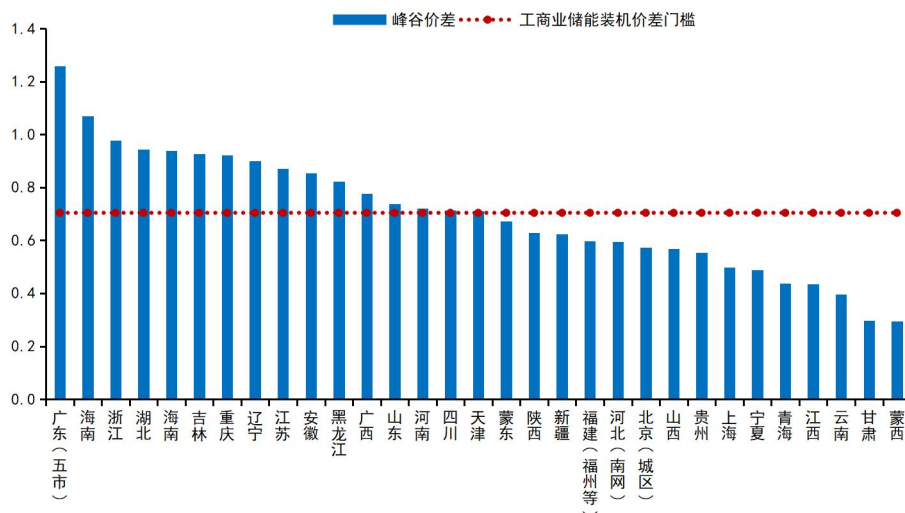
省市	配储比例及市场	省市	配储比例及市场
河北	10%	四川	10%, 2h
山西	5-20%	海南	10%
辽宁	10%-15%	贵州	10%
吉林	部分项目 10%	云南	鼓励
江苏	鼓励	陕西	10%-20%, 2h
浙江	鼓励	甘肃	5%-20%, 2h
安徽	10%, 1h	青海	10%, 2h
福建	10%, 1h	内蒙古	15%, 2-4h
江西	10%, 1h	广西	5%-10%, 2h
山东	10%, 1-2h	宁夏	10%, 2h
河南	10%, 2h	新疆	10%-15%, 2h
湖北	10%	天津	10%-15%
湖南	10%-20%, 2h	上海	20%, 4h
海南	10%-20%, 2h		

资料来源: EnergyTrend、各地政府公告, 国信证券经济研究所整理

峰谷价差套利为用户侧储能提供盈利支撑。自 2021 年 7 月国家发改委印发《关于进一步完善分时电价机制的通知》以来, 全国 31 个省区市进行了分时电价改革, 峰谷价差套利成为用户侧储能最大收益来源。2022 年针对用户侧储能补贴政策频发, 成为地方争取项目投资、加速产业落地的重要手段; 峰谷价差+需求响应/用户侧调峰/虚拟电厂+运营/装机补贴, 代替可中断负荷或错峰用电指标直接为业主带来经济价值。

峰谷价差进一步扩大拉动工商业储能装机。据中关村储能产业技术联盟统计, 2022 年起全国已有 16 个省市的峰谷价差均值达到工商业储能实现经济性的门槛价差 0.70 元/kWh, 其中, 广东省(珠三角五市, 1.26 元/kWh)、海南省(1.07 元/kWh)、浙江(0.98 元/kWh)位居前三。2023 年 2-3 月达到门槛价差的省市数量进一步提升, 分别达到 19 个和 18 个。当前峰谷价差扩大的趋势未变, 随着部分区域的尖峰电价机制建立, 给工商业储能带来了更大应用空间。

图12: 2022 全年中国各地峰谷价差(元/kWh)

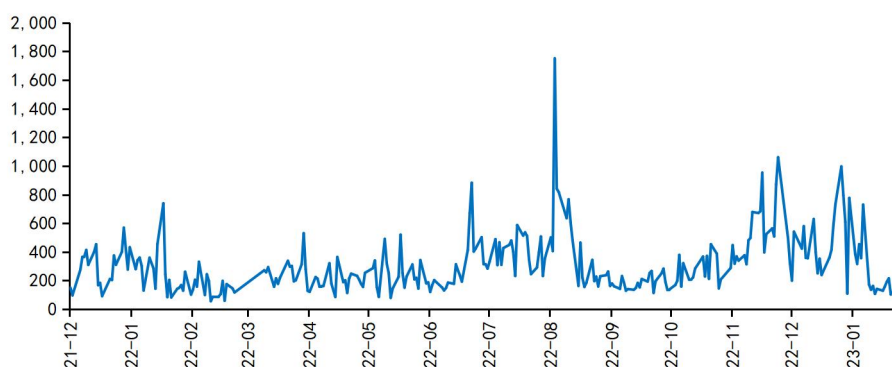


资料来源: 中关村储能产业技术联盟, 国信证券经济研究所整理

2、美国：多项支持政策出台，储能将迎来快速增长期

储能是美国维持电力系统的安全和稳定、降低用电成本的必然选择。美国拥有高度市场化的电力体制，84%的电力由私人投资者拥有的公司提供，12%由州政府企业和合作企业提供，只有4%由联邦政府管理的公司提供。电网建设是一项耗资巨大的工程，为了保证投资效益，美国企业采用了最便宜的组网模式。近些年随着极端天气频发、光伏安装量的快速上行，给电力供应的稳定性带来较大的挑战，美国在2000年至2021年间共发生1500起天气引起的大型断电。2022年初至今美国交易电价呈持续上升趋势，近期交易电价稍有回落。

图13：美国主要州际交易所电力加权平均价格（USD/MWh）



资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

美国政府出台多项政策推动储能装机高速增长。2018年美国允许小型储能可作为独立的主体参与到电力辅助服务、电能市场、容量市场等。2019年BEST法案提供10亿美元资金支持。2021年以来，拜登政府相继推出了“2万亿美元基础设施建设计划”，储能ITC及PTC期限延长10年，“长时储能攻关”资助116亿美元，“重建美好法案”为储能提供补贴、税收抵免等鼓励储能装机政策。

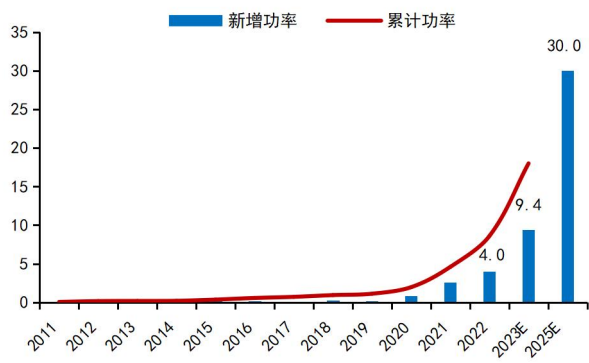
表2：美国储能主要税收政策

政策	主要内容	备注
联邦政府：太阳能税收抵免（ITC）	类似于中国的光伏补贴政策。由美国联邦政府提出。来鼓励投资可再生能源发电设备的奖励性补贴措施。	本次IRA法案首次确认将独立储能纳入ITC抵免范围。
联邦政府：产品税收抵免（PTC）	采用太阳能等符合资质的可再生能源发电项目，其发出并销售给电网的每一度电都可以获得生产税抵扣。	相对于发电稳定，规模较大、成本较低的项目PTC更具有经济性。
美国税务局：成本加速折旧（MACRS）	2005年12月31日以后建设的光伏系统可以采用成本加速折旧法，即固定资产折旧额按照设备年限逐步递减。	2016年美国储能协会(ESA)提交S 3159号《储能投资税收减免法案》
州政府：加州自我发电激励计划 SGIP（SGIP）	各州积极推出支持储能的相关补贴政策，以加州出台的自我发电激励计划SGIP收效最大。2001年加州出台SGIP，用于鼓励用户侧分布式发电，包括风电、燃料电池、内燃机、光伏等多个技术类型。	2009年起储能被纳入SGIP的支持范围。SGIP自2001年出台经历多次调整，最初重点关注分布式，逐渐向储能倾斜。

资料来源：美国政府官网，IRA，IRS，SGIP Handbook2022，EnergyTrend，国信证券经济研究所整理

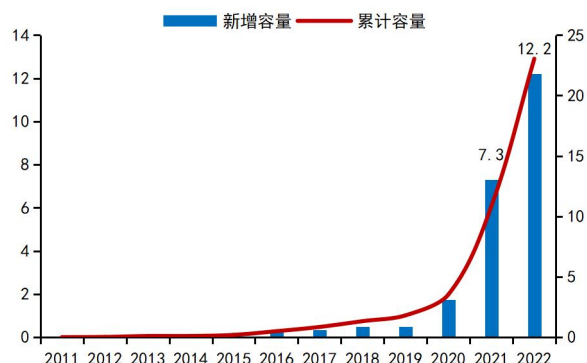
2019 年被称为美国储能行业爆发的元年，美国储能协会（ESA）发布数据显示 2019 年美国储能新增装机陡增至 0.52GW/1.1GWh。

图14: 美国公用事业新增和累计电池储能装机功率（GW）



资料来源：ACP，国信证券经济研究所整理

图15: 美国公用事业新增和累计电池储能装机容量（GWh）



资料来源：ACP，国信证券经济研究所整理

IRA 法案有望快速激活美国储能装机。美国储能装机投资税抵免（ITC）补贴可分为表前及工商用（额定容量 5kWh 及以上）、户用（额定容量 3kWh 及以上）储能两种，其中，户用储能经由太阳能充电比例达 100%、表前与工商用储能经由太阳能充电比例达 75%以上才能获得 ITC 补贴，原补贴将分别于 2035 年及 2022 年结束。

2022 年 8 月，美国推出《通货膨胀削减法案》（IRA），计划在气候变迁和再生能源领域投资 3,690 亿美金，并首次将独立储能纳入投资税抵免（ITC）的补贴范围。IRA 发布后，ITC 将以 30%费率延长 10 年，至 2033 年后逐渐退坡，同时，也免除了需匹配相应太阳能充电比例的限制。受 ITC 政策延续的影响，未来几年美国储能市场有望获得快速激活。

表3: 美国 IRA 法案前表前储能项目 ITC 政策变化

表前储能		年份	2022	2023	2024	2025-2032	2033	2034	2035
IRA 出台前	基础抵免		26%	22%	10%	10%	10%	10%	10%
			能源至少 75%来自太阳能的电池储能系统才能补贴						
			1MW 以上且满足现行工资与学徒要求或在现行工资与学徒要求发布后 60 天内开工建设						
	基础抵免		30%	30%	30%				
	本土化制造		10%	10%	10%				
	能源社区		10%	10%	10%				
IRA 出台后	低收入社区或部落土地		10%	10%	10%	2025 年及之后抵免取决于财政部确定是否达到碳减排目标			
	低收入社区合格低收入住宅或经济效益项目		20%	20%	20%				
			1MW 以上且未满足现行工资与学徒要求或在现行工资与学徒要求发后 60 天内开工建设						
	基础抵免		6%	6%	6%	6%	6%	4.50%	3%
	本土化制造		2%	2%	2%	2%	2%	1.50%	1%
	能源社区		2%	2%	2%	2%	2%	1.50%	1%
	低收入社区或部落土地		10%	10%	10%	10%	10%	7.50%	5%
	低收入社区合格低收入住宅或经济效益项目		20%	20%	20%	20%	20%	15%	10%
			只要商用电池系统的容量大于等于 5kWh 就可以进行满补贴率补贴						

资料来源：SEIA，国信证券经济研究所整理

表4: 美国 IRA 法案前后户用及分布式储能项目 ITC 政策变化

户用储能		年份	2022	2023	2024	2025-2032	2033	2034	2035
IRA 出台前			26%	22%	0%	0%	0%	0%	0%
IRA 出台后 (1MW 以下)			30%	30%	30%	30%	26%	22%	0%
		只要当能源 100%来源于太阳能的电池系统才能用 ITC							
		只要电池容量大于等于 3kWh 就可以用 ITC							
工商业储能		年份	2022	2023	2024	2025-2032	2033	2034	2035
IRA 出台前	基础抵免		26%	22%	10%	10%	10%	10%	10%
		能源至少 75%来自太阳能的电池储能系统才能补贴							
IRA 出台后 (1MW 以下)	基础抵免		30%	30%	30%	30%	30%	22.50%	15%
	本土化制造		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
	能源社区		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
	低收入社区或部落土地		10%	10%	10%	10%	10%	7.50%	5%
	低收入社区合格低收入住宅或经济效益项目		20%	20%	20%	20%	20%	15%	10%
		只要商用电池系统的容量大于等于 5kWh 就可以进行满补贴率补贴							

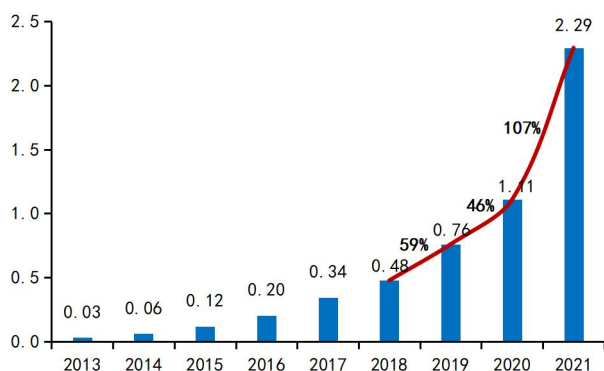
资料来源: SEIA, 国信证券经济研究所整理

3、欧洲: 能源价格高涨带动户储装机规模激增

2015-2021 年, 欧洲户储复合增速达 64%。2021 年, 欧洲户用储能市场的新增安装规模达到 2.3GWh, 同比增长 107%, 约占欧洲当年新增储能容量的 60%以上。截至 2021 年底, 欧洲已运行的户用储能电池系统超过 65 万套, 累计装机容量达到 5.4 GWh。2021 年欧洲前四大户储市场是德国、意大利、奥地利和英国, 合计装机 1.93GWh, 约占当年欧洲装机 84%。其中, 德国户储装机达到 1.35GWh, 约占欧洲装机 59%。

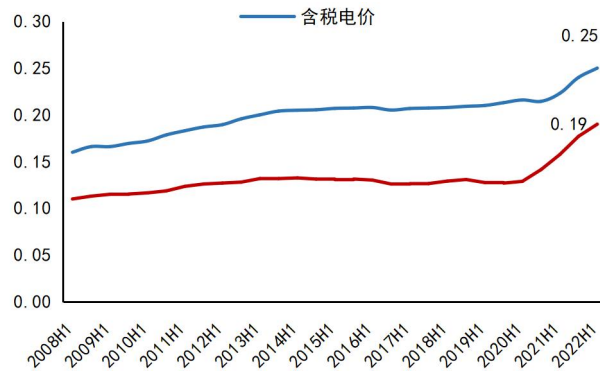
2022 年, 受俄乌冲突影响, 加剧了欧洲能源危机, 天然气以及石油价格大幅上涨, 导致欧洲多个国家居民电价上涨 3 倍以上, 叠加补贴政策激励效应, 带动欧洲户储市场规模激增。欧洲光伏协会 (SPE) 预计 2022 年欧洲户用储能装机将达到 3.9-5.2GWh, 至 2022 年底欧洲累计户用储能装机将突破 10.0GWh。

图16: 2013-2021 年欧洲户用储能市场新增装机规模 (GWh)



资料来源: SPE 《European Market Outlook》, 国信证券经济研究所整理

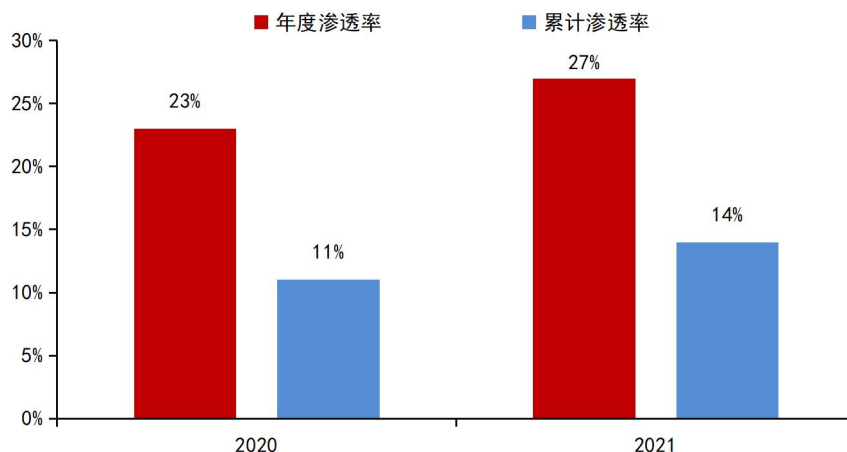
图17: 2008-2022 欧洲居民用电平均电价 (EUR/KWh)



资料来源: Solar Power Europe, 国信证券经济研究所整理

欧洲光储渗透率正在快速上升。2021 年欧洲新增屋顶光伏装机户储渗透率已达 27%。其中，德国户储渗透率最高，达到 70%。随着系统成本的降低和电价的上涨，户储项目内部收益率还将继续提高，进一步刺激户储的快速发展。目前超过 90% 的欧洲建筑仍然没有安装屋顶光伏系统，未来欧洲户用储能仍然有较大的提高空间。

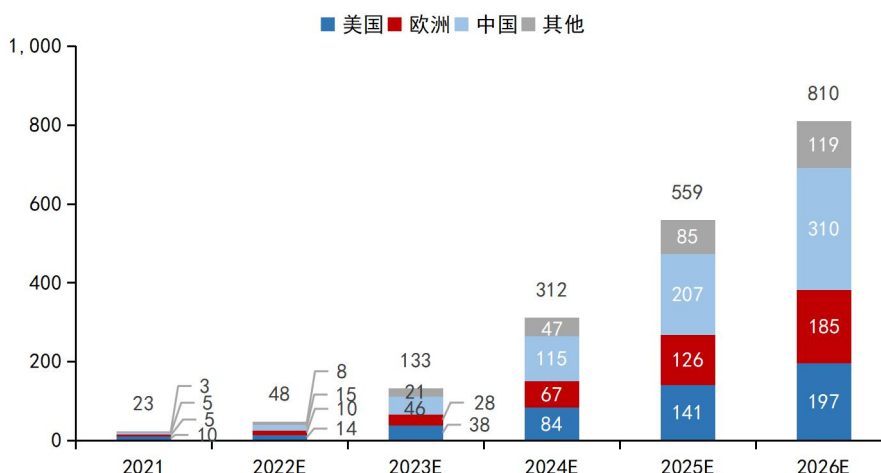
图18: 欧洲户用储能/屋顶光伏配比情况



资料来源: European Market Outlook, 国信证券经济研究所整理

我们预测 2022-2026 年全球新增储能装机分别为 48/133/312/559/810GWh，CAGR 为 103%，2023 年同比增速最高，达到 180%。2022-2026 年，国内市场主要通过新能源集中式项目的发电侧配储、电网调峰能力建设等方式、以电化学为主的新增新型储能装机规模将由 15GWh 增长至 310GWh，储能装机 CAGR 为 112%；海外以欧美澳等光伏装机较劲的市场为主，美国公用事业储能增速强劲，欧洲户用储能需求量大，预计美国/欧洲/其他地区新增储能装机规模将由 2022 年的 14、10、8GWh 达到 2026 年的 197、185、119GWh，CAGR 分别为 93%、105%、98%。

图19: 2022-2026 年全球储能新增装机预测 (GWh)



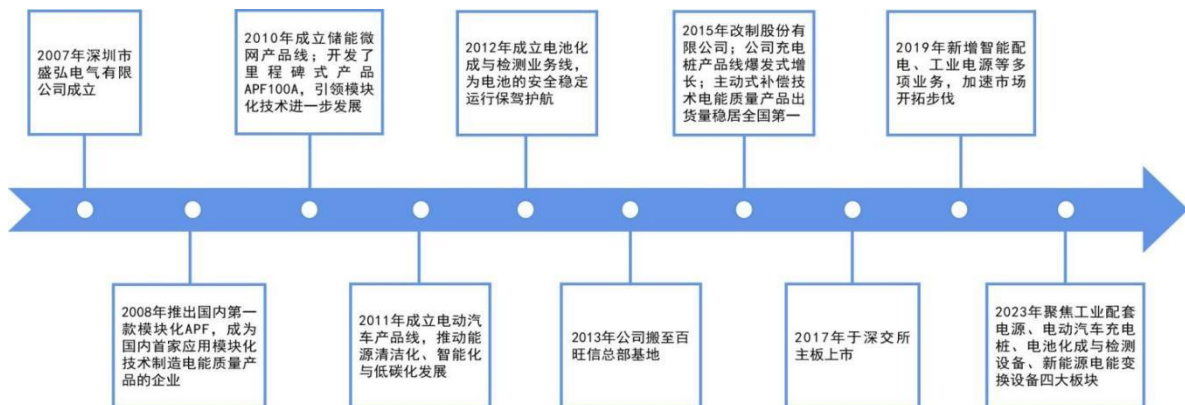
资料来源: 历史数据来源于 WoodMackenzie、ACP、Delta-EE、EASE、SPE、CNESA、GGII，国信证券经济研究所整理与预测

深耕模块化电能质量产品制造，持续发力储能、充电桩业务

1、历史沿革

公司成立于 2007 年，是一家能源互联网核心电力设备及解决方案提供商。2008 年公司推出国内第一款模块化 APF，成为国内首家应用模块化技术制造电能质量产品的企业。2010-2012 年公司分别成立储能微网产品线、电动汽车产品线、电池化成与检测业务线。2015 年公司改制股份有限公司，2017 年成功在深交所创业板上市。2019 年至今，公司新增智能配电、工业电源等多项业务，加速市场开拓步伐。

图 20：公司历史沿革



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

2、股权结构

截至 2022 年底，公司实际控制人为方兴，持股占比 18.89%；第二大股东为盛剑明，持股占比 7.12%；第三大股东为肖学礼，持股占比 5.07%。

图 21：公司股权结构



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

3、股权激励

2022 年 3 月 25 日公司对授予限制性股票股权激励进行了公告，以向激励对象定增 A 股的形式合计授予限制性股票总量为 453.5 万股，约占公告日公司股本总额的 2.21%。其中首次授予 397.1 万股，约占公告日公司股本总额的 1.93%，预留部分 56.4 万股，约占公告日公司股本总额的 0.27%。限制性股票激励对象为 238 人，为在公司任职的董事、高级管理人员及董事会认为需要激励的其他人员，经 2021 年分红后授予价格为 24.69 元/股。

表5: 公司股权激励计划分配方案授予情况

序号	姓名	职务	限制性股票数量 (万股)	占限制性股票比例	占公告日股本比例
1	杨柳	董事、副总经理、财务总监	8.00	1.76%	0.04%
2	魏晓亮	副总经理	8.00	1.76%	0.04%
3	胡天舜	董事会秘书	4.50	0.99%	0.02%
董事会认为需要激励的其他人员 (235 人)			376.60	83.04%	1.83%
首次授予合计 (238 人)			397.10	87.56%	1.93%
预留			56.40	12.44%	0.27%
合计			453.50	100.00%	2.21%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司股权激励计划的等待期为自相应部分限制性股票授予登记完成之日起 12 个月/24 个月/36 个月, 行权比例分别为 40%/30%/30%, 业绩考核目标分别为 2022-2024 年三个会计年度, 分年度对公司财务业绩指标进行考核。若 2022 年-2024 年公司扣非归母净利润分别不低于目标值 1.20/1.60/2.00 亿元, 则当年公司层面解除限售比例为 100%; 若不低于触发值 1.08/1.35/1.75 亿元, 则当年公司层面解除限售比例为 80%; 否则业绩考核不达标。

4、管理团队

表6: 公司董事会成员及其他高管

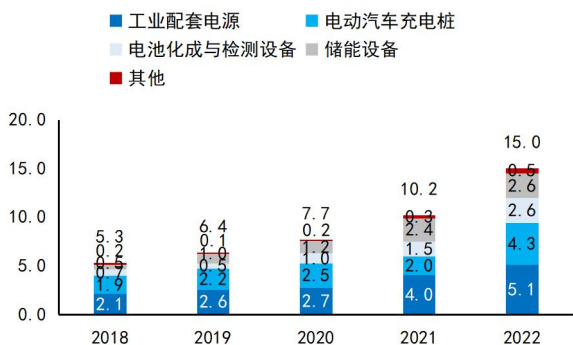
姓名	职务	性别	简介
方兴	董事长、总经理	男	1972 年出生, 硕士学历, 无永久境外居留权。曾就职于宝洁 (广州) 有限公司、捷普电子 (广州) 有限公司, 曾任深圳市盛弘电气有限公司总经理、执行董事、董事长。现任深圳市盛弘电气股份有限公司董事长、总经理。
肖瑾	副董事长	女	1974 年 2 月出生, 硕士学位, 中国香港籍。曾供职于中国银行香港分行、深圳可立克电子有限公司; 现任深圳市盛弘电气股份有限公司副董事长、可立克科技有限公司董事、能睿有限公司董事、深圳市能诺威科技有限公司董事、深圳可立克科技股份有限公司董事兼副总经理。
李晗	董事	男	中国国籍, 无永久境外居留权, 硕士学历, 工程师。曾任电子工业部第八研究所工程师, 副处长、浙江临安光缆厂副厂长、中国移动浙江富阳分公司主管, 副总经理, 总经理、深圳市宝明科技股份有限公司董事, 总经理。现任深圳市盛弘电气股份有限公司董事。
杨柳	董事、副总经理、财务总监	女	中国国籍, 无永久境外居留权, 本科学历, 中级会计师职称, 中国注册会计师。曾任吉林化学工业公司化肥厂工艺员、中国建设银行吉林油田专业支行会计、贝莱香料 (深圳) 有限公司财务经理、深圳市品极通达通信技术有限公司财务总监、深圳市盛弘电气有限公司财务总监、深圳市盛弘电气股份有限公司董事, 董事会秘书。现任深圳市盛弘电气股份有限公司董事、副总经理、财务总监。
魏晓亮	董事、副总经理	男	1976 年出生, 硕士学历, 中级工程师职称, 中国国籍, 无永久境外居留权。曾任南车四方机车车辆有限公司研发工程师、艾默生网络能源有限公司项目经理、深圳市盛弘电气有限公司研发总工程师, 研发总工程师, 监事。现任深圳市盛弘电气股份有限公司董事、副总经理。
陈京琳	独立董事	男	中国国籍, 本科学历, 无境外居留权, 律师。曾就职于深圳市邮电局。现任深圳市盛弘电气股份有限公司独立董事、广东华商律师事务所高级合伙人律师、深圳威迈斯新能源股份有限公司董事、深圳市英可瑞科技股份有限公司董事。
李建成	独立董事	男	中国国籍, 无永久境外居留权, 研究生学历。曾任深圳市腾讯计算机系统有限公司部门总经理、深圳市房多多网络科技有限公司执行董事。现任深圳市盛弘电气股份有限公司独立董事、深圳市房多多网络科技有限公司 CTO、顿音科技有限公司总经理。
闫晓慧	独立董事	女	中国国籍, 无境外永久居留权, 研究生学历。曾任深圳市泛谷药业股份有限公司董事会秘书。现任深圳市盛弘电气股份有限公司独立董事、深圳市泛谷药业股份有限公司财务总监。
刘帅	副总经理	男	1987 年出生, 研究生学历, 中国国籍, 无永久境外居留权。曾任深圳市盛弘电气股份有限公司产品经理, 事业部总经理、南方电网电动汽车服务有限公司工作充换电业务部总经理。现任深圳市盛弘电气股份有限公司储能国内事业部及营销中心总经理、公司副总经理。
胡天舜	董事会秘书	男	1985 年出生, 本科学历, 无境外永久居留权。历任深圳市盛弘电气有限公司法务主管、证券部经理。现任深圳市盛弘电气股份有限公司董事会秘书、惠州盛弘电源科技有限公司监事、赣州千百盈创业投资中心 (有限合伙) 执行事务合伙人。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

5、公司业务

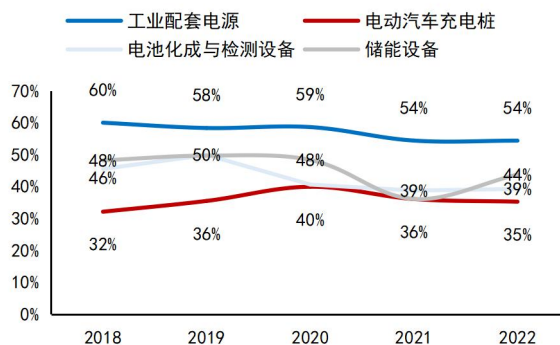
公司主营业务为工业配套电源、电动汽车充电桩、电池化成与检测设备、储能设备四大板块，2022 年收入端分别占比 34%/28%/17%/17%，毛利率分别为 54%/35%/39%/44%。

图22：公司各业务营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图23：公司各业务毛利率（%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

工业配套电源：公司销售的工业配套电源主要包括有源滤波器（APF）、静止无功发生器（SVG）、三相不平衡调节装置（SPC）等，该类产品通过解决电网谐波、三相不平衡、电压暂降、突然断电等问题，提升用户用电质量及用电安全。2022 年公司工业配套电源业务实现营业收入 5.1 亿元，同比增长 27%；毛利率为 54%。按产品类型分类，公司工业配套电源产品可分为电能质量产品和工业电源产品。

- **电能质量产品：**公司作为国内最早研发生产低压电能质量产品的企业之一，首先将三电平模块化技术运用于电能质量产品，在电能质量领域不断地拓展产品类型及应用领域。目前，公司电能质量产品已经覆盖谐波治理、无功补偿、地铁储能、电压暂降、保障用电安全的工业 UPS 等领域。
- **工业电源产品：**主要为工业激光产品，客户类型与电能质量产品相近。目前公司已实现工业激光产品由大客户配套研发转向量产，开始向创新激光、武汉锐科在内的多家激光器企业开始供货。

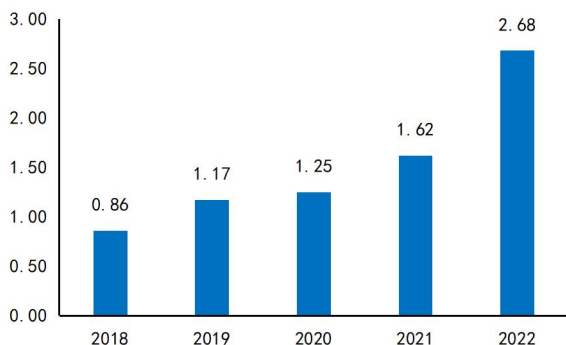
图24：工业配套电源产品示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2018-2022 年公司工业配套电源销售量分别为 0.86/1.17/1.25/1.62/2.68 GW，单价分别为 0.25/0.22/0.22/0.25/0.19 元/W，单位毛利分别为 0.15/0.13/0.13/0.14/0.10 元/W。公司将提高原有产品的市场占有率，形成电流质量、电能质量、低压、中高压领域的全面覆盖，并不断开拓工业配套电源产品应用场景，在高端装备制造等相关细分市场开展以“进口替代+全面解决”为核心的市场营销工作，未来工业配套电源有望实现稳步增长。

图25: 公司工业配套电源出货量 (GW)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图26: 公司工业配套电源单价及单位毛利 (元/W)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

储能设备：公司销售的储能设备产品主要包括储能 PCS、储能系统集成及 EPC 等，主要解决储能电池和电网之间的双向电能变换及传输，可以广泛应用于分布式光伏系统、电力储能、微电网系统等。2022 年公司储能设备业务实现营业收入 2.6 亿元，同比增长 7%；毛利率为 44%。

储能系统由电池、储能变流器 (PCS)、能源管理系统 (EMS)、电池管理系统 (BMS) 及其他结构件组成。公司储能产品可分为海外储能系统半集成（在客户事先外采的电池及配套 BMS 基础上，加工集成储能 PCS、EMS 及其他结构件并发货）、国内大储 PCS 及国内工商业储能系统 EPC 三大业务板块：

- **海外储能系统半集成：**由于海外 EPC 企业主要以软件开发、传统电气集成业务为主，储能系统电气集成能力相对偏弱，公司主要向下游储能 EPC 客户提供储能系统半集成服务，即客户向公司提供事先外采的电池及配套 BMS 后，公司在此基础上加工集成储能 PCS、EMS 及其他结构件并发货至项目所在地；
- **国内大储 PCS：**主要向储能运营商销售储能 PCS，后续有望受益于出货量高增带来的规模化降本效应；
- **国内工商业储能系统 EPC：**当前国内工商业储能主要由地方性补贴政策驱动装机需求，呈现出单体规模不大、客户群体分散、需求多样等特点。公司目前主营工商业储能项目 EPC，客户群体与工业配套电源业务有所重叠，后续有望复用传统业务开拓的销售渠道协同发展。

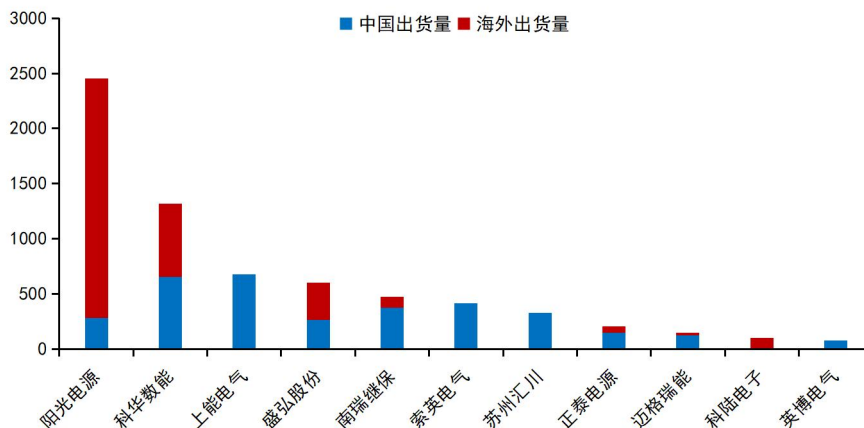
图27: 储能产品示意图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

根据 EESA 统计, 2021 年公司中大型 PCS 全球出货量约 600MW, 中国储能 PCS 企业中排名第四, 仅次于阳光电源、科华数能和上能电气; 海外 PCS 出货量排名第三, 仅次于阳光电源、科华数能。

图28: 2021 年中国企业全球储能中大功率 PCS 出货量 (MW)



资料来源: EESA, 国信证券经济研究所整理

公司立足电能质量产品制造, 持续发力海外储能业务, 同时紧跟国内工商业及电网侧新能源装机容量快速增长带来的配储需求, 未来公司有望受益于国内外储能系统装机高景气需求, 实现储能业务快速增长。

电动汽车充电桩: 公司主营电动汽车充电桩及充电模块产品, 其中充电桩产品主要包括直流桩和交流桩, 充电桩模块涵盖 15kW、20kW、30kW、40kW 等功率等级。公司是全国首家在大功率直流充电系统中具备交流侧漏电保护功能的厂家, 最新第六代充电桩系统采用 TCU+CCU 系统架构, 并具备对起火、水浸、倾倒等事故的预警功能, 产品易用性、稳定性、安全性优势显著。2022 年公司电动汽车充电桩实现营业收入 4.3 亿元, 同比增长 117%; 毛利率为 35%。

图29：电动汽车充电桩产品示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

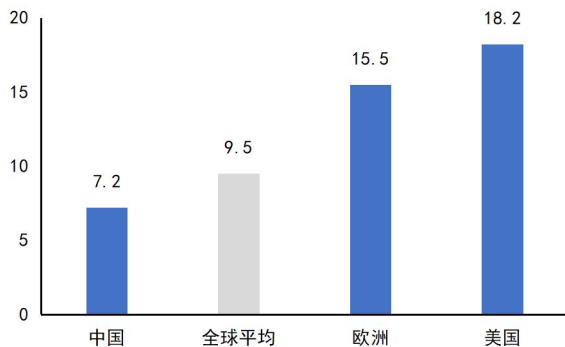
公司充电桩及模块产品立足国内市场，同时重点布局欧美地区直流桩产品，其中国内主要面向第三方充电运营商、电力运营商、整车厂等客户进行销售；海外目前主要面向 BP 集团、壳牌等传统能源企业及电网等 B 端客户进行充电桩产品的销售，后续将逐步导入模块产品并持续拓展 C 端渠道进行私人充电桩的销售。

海外欧美市场是公司的布局重点，充电桩平均售价较国内市场有明显溢价。以美国为例，功率为 20-240kW 的 3 级直流充电桩单价为 1-4 万美元/个（约合 6.9-27.5 万元/个），高于国内功率为 120kW 充电桩的 3-5 万元/个。

当前欧美电动汽车渗透率不断提升，但充电桩建设相对滞后，公共车桩比仍处于较高水平。根据 IEA 统计，2021 年欧洲、美国车桩比分别达到 16:1 及 18:1，与我国的 7:1 有较大差距。随着欧美各国陆续发布禁售燃油车时间表，叠加充电桩投资补贴政策的出台，充电桩增长有望迎来高速发展期，预计 2025 年欧洲、美国车桩比均达到 14:1，2030 年均达到 10:1。

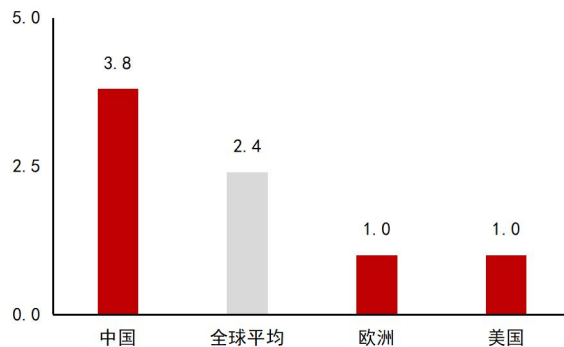
欧美市场对充电桩产品质量、可用性及安全性要求较高，通常验证周期需要 2-4 年，拥有技术、成本及先发优势的企业能够获得出海欧美的产品红利。目前公司已经与 BP 集团达成合作，成为首批进入 BP 中国供应商名单的充电桩厂家。公司将继续研发新一代高效率、高性能的充电桩电源模块、适用不同国家标准的充电模块，及适用不同使用场景的大功率直流快充充电桩等新产品，为后续充电桩及模块产品出海认证与品牌建设夯实基础，未来公司充电桩业务的海外收入占比和利润率有望进一步提升。

图30：2021 年全球各国家及地区平均车桩比（个/辆）



资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理 注：电动汽车保有量为轻型电动乘用车保有量口径

图31：2021 年全球各国家及地区平均单车充电功率（kW/辆）



资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理 注：电动汽车保有量为轻型电动乘用车保有量口径

电池化成与检测设备：公司电池化成与检测设备产品主要有锂电池系列、铅酸电池系列电池化成与检测设备，产品主要适用于电池研发及制造过程中的充放电检测及电池化成和分容等工序。2022 年公司电池化成与检测设备实现营业收入 2.6 亿元，同比增长 72%；毛利率为 39%。

目前公司的测试设备产品基本覆盖了产线和实验室领域所有型号，涵盖了电动两轮、乘用车、商用车、储能领域的电池测试设备要求，已为 CATL、亿纬锂能、ATL、比亚迪、小鹏汽车、国轩高科、长城汽车、远景能源等众多行业重要客户供货，进一步奠定了公司在电池化成及检测设备领域技术领跑者的地位。公司将致力于提升实验室测试设备领域的市场份额及分容化成市场，争取实现更大发展。

图 32：电池化成与检测设备产品示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们对公司主营业务核心预测如下：

充电桩业务：公司持续发力充电桩产品出海，重点布局车桩比较高的欧美地区。我们预计 2023-2025 年公司充电桩业务实现营业收入 7.8/10.3/13.9 亿元，同比增长 83%/34%/34%。其中：

- 中国：2023-2025 年实现营业收入 6.4/7.5/8.5 亿元，同比增长 74%/17%/13%，毛利率为 30%/31%/29%；
- 海外：2023-2025 年实现营业收入 1.4/2.8/5.4 亿元，同比增长 143%/100%/93%，毛利率分别为 46%/43%/41%。欧美市场作为公司充电桩产品开拓重心，产品销售单价及毛利率水平相对较高，未来有望支撑充电桩业务快速增长；

储能业务：公司立足电能质量产品制造，持续发力海外储能业务，同时紧跟国内工商业及电网侧新能源装机容量快速增长带来的配储需求，我们预计 2023-2025 年公司储能业务实现营业收入 7.1/9.5/13.2 亿元，同比增长 177%/33%/39%，销售功率达到 2.1/3.0/4.1GW，其中：

- 中国：2023-2025 年实现营业收入 2.5/3.5/4.2 亿元，同比增长 140%/40%/22%，销售功率达到 1.0/1.5/1.8GW，规模效应有望持续体现；
- 海外：2023-2025 年实现营业收入 4.6/6.0/9.0 亿元，同比增长 200%/30%/50%，销售功率达到 1.1/1.5/2.3GW。海外市场产品销售单价及毛利率水平相对较高，未来有望支撑储能业务快速增长；

工业配套电源业务：公司电能质量产品有望巩固当前优势，而工业电源产品将依托工业激光产品量产打开成长空间，我们预计 2023-2025 年公司工业配套电源业务实现营业收入 5.9/6.8/7.5 亿元，同比增长 15%/15%/10%。

电池化成与检测设备：公司有望受益于新能源汽车渗透率提升带来的电池化成与检测需求，我们预计 2023-2025 年公司电池化成与检测设备实现营业收入 3.6/5.4/8.1 亿元，同比增长 40%/50%/50%。

表7: 主营业务假设 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
业务 1: 充电桩					
营业收入 (百万元)	196	426	780	1030	1390
YOY	-21.89%	116.96%	83.21%	32.00%	34.95%
营业成本 (百万元)	125	276	522	680	923
毛利率	36.12%	35.29%	33.04%	33.94%	33.58%
分地区收入					
中国	187	368	640	750	850
YOY	-	96.68%	73.80%	17.14%	13.33%
海外	9	58	140	280	540
YOY	-	538.89%	143.48%	100.00%	92.86%
分地区毛利率					
中国	36.94%	32.22%	30.24%	30.60%	28.82%
海外	55.00%	55.00%	45.86%	42.89%	41.07%
业务 2: 储能业务					
营业收入 (百万元)	240	256	708	945	1316
YOY	93.29%	6.54%	176.70%	33.45%	39.35%
营业成本 (百万元)	153	144	493	684	965
毛利率	36.16%	43.80%	30.28%	27.57%	26.69%
分地区收入					
中国	96	102	246	345	419
YOY	-	6.54%	140.23%	40.19%	21.69%
海外	144	153	462	600	897
YOY	-	6.54%	201.02%	29.87%	49.50%
分地区毛利率					
中国	30.00%	26.00%	22.74%	20.73%	20.16%
海外	42.86%	55.66%	34.29%	31.50%	29.74%
分地区销售功率					
	500	697	2100	2995	4099
中国	294	390	1000	1495	1799
海外	206	307	1100	1500	2300
业务 3: 工业配套电源装备					
营业收入 (百万元)	404	512	589	678	745
YOY	47.58%	26.69%	15.00%	15.00%	10.00%
营业成本 (百万元)	184	233	277	332	365
毛利率	54.45%	54.43%	53.00%	51.00%	51.00%
业务 4: 电池化成与检测设备					
营业收入 (百万元)	150	258	361	542	813
YOY	43.43%	72.37%	40.00%	50.00%	50.00%
营业成本 (百万元)	92	157	235	358	553
毛利率	38.78%	39.28%	35.00%	34.00%	32.00%

资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所预测

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上，我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下：

表8：公司盈利预测核心假设

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	32.4%	47.2%	66.9%	30.5%	33.3%
营业成本/营业收入	56.5%	56.1%	63.0%	64.6%	66.0%
销售费用/销售收入	14.4%	13.9%	8.5%	8.0%	7.5%
管理费用/营业收入	5.3%	3.9%	4.8%	4.2%	4.0%
研发费用/销售收入	11.1%	9.8%	8.0%	6.5%	5.5%
营业税及附加/营业收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
所得税税率	9.0%	9.2%	9.0%	9.0%	9.0%
股利分配比率	21.7%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

综上，我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 25.1/32.7/43.7 亿元，同比增长 67%/31%/33%；实现归母净利润 3.31/4.55/6.27 亿元，同比增长 48%/38%/38%，当前股价对应 PE 分别为 37/27/19 倍。

表9：公司盈利预测及市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,021	1,503	2,509	3,274	4,365
(+/-%)	32.4%	47.2%	66.9%	30.5%	33.3%
净利润(百万元)	113	224	331	455	627
(+/-%)	6.9%	97.0%	48.0%	37.6%	37.8%
每股收益(元)	0.55	1.09	1.61	2.22	3.06
EBIT Margin	12.1%	15.5%	15.0%	16.1%	16.3%
净资产收益率(ROE)	14.2%	23.4%	26.9%	28.7%	30.6%
市盈率(PE)	107.3	54.5	36.8	26.7	19.4
EV/EBITDA	93.9	52.6	34.2	25.2	19.5
市净率(PB)	14.39	11.46	8.74	6.83	5.25

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

◆ 绝对估值：65.3-68.6 元

根据以下主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司合理价值区间为 65.3-68.6 元，较公司当前股价有 10%-16%的溢价空间。

表 1 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.25	T	15.00%
无风险利率	2.80%	Ka	10.30%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.29
公司股价	59.31	Ke	10.56%
发行在外股数	205	E/(D+E)	95.00%
股票市值(E)	12175	D/(D+E)	5.00%
债务总额(D)	471	WACC	10.25%
Kd	5.00%	永续增长率(10年后)	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值法相对于 WACC 和永续增长率较为敏感,下表为绝对估值的敏感性分析。

表 2 绝对估值的敏感性分析 (元)

66.92	10.0%	10.1%	10.2%	10.3%	10.4%
2.3%	71.06	69.86	68.69	67.56	66.45
2.2%	70.41	69.23	68.09	66.97	65.89
2.1%	69.77	68.62	67.50	66.40	65.33
2.0%	69.16	68.02	66.92	65.84	64.79
1.9%	68.56	67.44	66.36	65.30	64.26
1.8%	67.97	66.87	65.81	64.76	63.75
1.7%	67.40	66.32	65.27	64.24	63.24

资料来源: 国信证券经济研究所预测

◆ 相对估值: 66.0-67.6 元

公司主营业务为工业配套电源、电动汽车充电桩、储能设备、电池化成与检测设备,我们选取主营业务同样为电力电能产品、储能设备的科陆电子、金盘科技为可比公司,得到公司合理相对估值股价区间为 66.0-67.6 元。

表10: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	最新股价 (元) (23.03.23)	2022E	EPS 2023E	2024E	2022E	PE 2023E	2024E
002121.SZ	科陆电子*	9.22	0.00	0.18	0.38	—	51.2	24.1
688676.SH	金盘科技	35.60	0.66	1.15	1.63	53.9	31.0	21.8
					均值	53.9	41.1	23.0
300693.SZ	盛弘股份	59.31	1.09	1.61	2.22	54.5	36.8	26.7

资料来源: 国信证券经济研究所预测 注: 带“*”标的盈利预测为 Wind 一致预测

◆ 投资建议: 首次覆盖, 给予“增持”评级

我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 25.1/32.7/43.7 亿元, 同比增长 67%/31%/33%; 实现归母净利润 3.31/4.55/6.27 亿元, 同比增长 48%/38%/38%, 当前股价对应 PE 分别为 37/27/19 倍。综合考虑 FCFF 估值和相对估值, 我们认为公司股价的合理估值区间为 65.3-68.6 元, 对应 2023 年动态 PE 区间为 41-43 倍, 较公司当前股价有 10%-16% 的溢价空间。首次覆盖, 给予“增持”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	257	333	150	392	557	营业收入	1021	1503	2509	3274	4365
应收款项	443	638	1168	1346	1794	营业成本	577	844	1580	2114	2881
存货净额	272	483	606	811	1105	营业税金及附加	7	9	17	22	29
其他流动资产	35	59	79	106	144	销售费用	147	209	213	262	327
流动资产合计	1083	1723	2296	2989	3996	管理费用	54	59	120	138	175
固定资产	250	362	636	894	941	研发费用	113	148	201	213	240
无形资产及其他	86	82	77	71	66	财务费用	8	(2)	14	26	23
其他长期资产	82	92	176	131	175	投资收益	(2)	2	0	0	0
长期股权投资	8	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	(21)	(26)	0	0	0
资产总计	1508	2261	3185	4086	5178	其他收入	52	62	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	38	108	159	40	40	营业利润	124	248	364	500	689
应付款项	423	651	779	1043	1342	营业外净收支	1	(1)	0	0	0
其他流动负债	97	184	383	503	677	利润总额	125	246	364	500	689
流动负债合计	626	1097	1447	1716	2189	所得税费用	11	23	33	45	62
长期借款及应付债券	0	72	312	552	632	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	36	30	33	36	39	归属于母公司净利润	113	224	331	455	627
长期负债合计	36	101	344	587	670	现金流量表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	662	1198	1791	2304	2860	净利润	113	224	331	455	627
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(11)	(12)	0	0	0
股东权益	846	1062	1393	1782	2318	折旧摊销	13	20	31	47	58
负债和股东权益总计	1508	2261	3185	4086	5178	公允价值变动损失	(5)	(4)	0	0	0
						财务费用	8	(2)	14	26	23
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(39)	(39)	(456)	(63)	(369)
每股收益	0.55	1.09	1.61	2.22	3.06	其它	35	13	17	29	26
每股红利	0.12	0.00	0.32	0.44	0.61	经营活动现金流	106	202	(77)	469	343
每股净资产	4.12	5.18	6.79	8.68	11.29	资本开支	(139)	(143)	(300)	(300)	(100)
ROIC	14%	21%	22%	23%	24%	其它投资现金流	135	(113)	(83)	45	(44)
ROE	14%	23%	27%	29%	31%	投资活动现金流	(3)	(257)	(383)	(255)	(144)
毛利率	43%	44%	37%	35%	34%	权益性融资	(0)	17	0	0	0
EBIT Margin	12%	16%	15%	16%	16%	负债净变化	(19)	117	292	121	80
EBITDA Margin	13%	17%	16%	18%	18%	支付股利、利息	(22)	(25)	0	(66)	(91)
收入增长	32%	47%	67%	31%	33%	其它融资现金流	(19)	45	52	(119)	0
净利润增长率	7%	97%	48%	38%	38%	融资活动现金流	(49)	112	278	29	(34)
资产负债率	44%	53%	56%	56%	55%	现金净变动	54	58	(183)	242	165
息率	0.2%	0.0%	0.5%	0.7%	1.0%	货币资金的期初余额	193	257	333	150	392
P/E	107.3	54.5	36.8	26.7	19.4	货币资金的期末余额	257	333	150	392	557
P/B	14.4	11.5	8.7	6.8	5.3	企业自由现金流	(52)	50	(381)	164	238
EV/EBITDA	93.9	52.6	34.2	25.2	19.5	权益自由现金流	(78)	169	(102)	261	296

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032