东兴证券 DONGXINGSECURITIES

爱旭股份（600732）：步步领先，优势明显，具备龙头潜力

2020 年 06 月 06 日

推荐/首次

爱旭股份 | 公司报告

光伏电池片环节格局分散，寡头正在崛起。光伏产业中电池片产能投资额较高，技术更迭快，上下游议价能力较差，叠加部分组价厂商也自建产能，导致市场竞争激烈，行业集中度较低，行业平均盈利能力较差。爱旭和通威作为专业电池片厂商凭借规模、技术和成本优势领先行业，份额不断提升。2020 年受疫情影响电池片价格大幅下降，已经接近二线企业成本线，行业加速洗牌；同时近期工信部发布光伏制造行业规范条件（2020 年本）征求意见稿，提高从业标准，倒逼产业升级，利好龙头企业扩大份额。

公司 PERC 技术领先，奠定良好基础。根据 PVInfoLink 的数据，2018、2019 年公司电池片出货量排名第二，PERC 出货量排名第一。规模效应显著，非硅成本远低同行，2019 年，行业平均非硅成本为 0.31 元/W，公司成本约 0.25 元/W，随着义乌后期项目的产能释放，非硅成本将进一步降低。此外公司 PERC 单晶电池产品量产转换效率达 22.5%以上，量产转化效率均显著领先同行水平。2019 年底，公司 PERC 电池年产能 9.2GW，根据公司产能规划，计划 2020 年底达到 22GW，2021 年底达到 32GW，2022 年底达到 45GW，进一步巩固高效太阳能电池专业制造商的领先地位。

新技术、新产能积极布局，引领行业发展。2020 年公司在义乌基地全球首发 210mm 高效太阳能电池，5GW 高效电池片正式投产。大硅片将有效提高组件转换效率，摊薄 BOS 成本，从而降低度电成本，将是行业未来趋势，中环、东方日升、天合光能、协鑫等光伏龙头企业均在积极布局 210 组件产能。公司率先布局 210 高效电池片，抢占先机。同时公司发布定增预案，计划募资 25 亿元，其中 3 亿加码 TOPCON、HIT、IBC、HBC、叠层电池等技术路线研发，进一步巩固技术领先。大硅片和 N 型电池片是行业未来发展方向，公司积极布局，步步领先，扩大优势，提升份额，有望成为行业龙头。

盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.37、11.43 和 14.76 亿元，对应 EPS 分别为 0.35、0.62 和 0.81 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 23/13/10 倍。看好公司电池片技术、成本、规模优势明显，具备龙头潜力，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：光伏行业需求不及预期，产品价格大幅下降的风险。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	157	6,069	10,230	16,040	20,350
增长率（%）	241.2%	3772.7%	68.6%	56.8%	26.9%
净归母利润（百万元）	16.00	585.24	637.26	1,142.98	1,476.47
增长率（%）	-73.76%	3558.65%	8.89%	79.36%	29.18%
净资产收益率（%）	3.43%	28.19%	19.47%	29.73%	32.22%
每股收益(元)	0.04	0.32	0.35	0.62	0.81
PE	224.58	25.14	23.09	12.87	9.96
PB	7.70	7.09	4.50	3.83	3.21

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

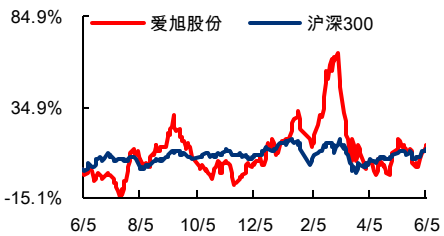
公司作为专门生产高效太阳能电池的专业制造商，致力于通过技术进步推动光伏发电“度电成本”的下降，促进太阳能产业的发展。2019 年，公司单晶 PERC 电池产能年产能 9.2GW。据海关数据统计，2019 年公司出口太阳能电池全国排名第一，而全球出货前十的晶硅组件厂商均已成为公司的核心客户

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间（元）	11.71-6.02
总市值（亿元）	147.12
流通市值（亿元）	35.89
总股本/流通 A 股（万股）	182,989/44,638
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.87

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：李远山
010-66554024 liysh@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519040001

首席分析师：郑丹丹
021-25102903 zhengdd@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519070001

研究助理：张阳
010-66554016 zhangyang_yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480119070043

目录

1. 光伏电池片环节市场分散，寡头正在崛起 3
2. PERC 技术领先，奠定基础 4
3. 新技术、新产能积极布局，引领行业发展。 7
4. 盈利预测与估值 8
5. 风险提示 9
相关报告汇总 11

插图目录

图 1： 2018 年国内电池片产量竞争格局 3
图 2： 2019 年国内电池片产量竞争格局 3
图 3： 电池片价格（单位：元） 3
图 4： PERC 组件价格（元/w） 3
图 5： 公司发展历程 4
图 6： 2016-2019 年公司营业收入 5
图 7： 2016-2019 年公司归母净利润 5
图 8： 主要电池厂商产能规划（GW） 5
图 9： 公司 PERC 产能规划 5
图 10： 非硅成本比较（元/W） 6
图 11： 各类电池市占比预测 8
图 12： 各类电池平均效率预测 8

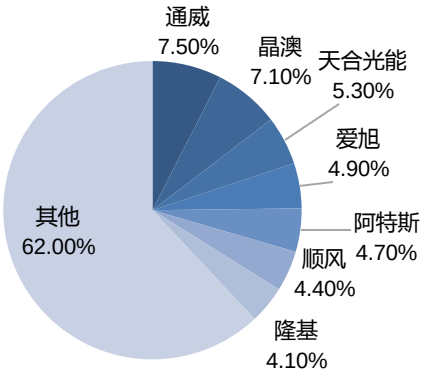
表格目录

表 1： 行业标准变化 4
表 2： 全球电池出货排名 6
表 3： 公司 2018 年向全球十大组件厂商销售情况 7
表 4： 爱旭已签部分订单 7
表 5： 东方日升 210 组件和其他尺寸组件的技术指标对比 8
表 6： 公司盈利预测 9

1. 光伏电池片环节市场分散，寡头正在崛起

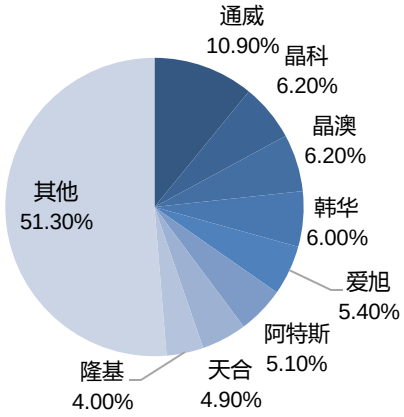
平价上网促进光伏各行业收拢。光伏行业规模效应明显，即规模越大，成本越低。这样很容易导致“赢者通吃”的行业特性，技术先进、量产规模大的企业在行业中领先优势较明显，行业集中度较高。随后“531 新政”及“19 号文”等一系列政策推出，光伏价格迅速走低，只有具有技术及规模优势的少数龙头厂商蓬勃发展，而落后小规模厂商逐步则被淘汰，提高了行业集中度。**根据 CPIA 数据，2019 年电池片行业 CR5 占比 37.9%，相比 2018 年上升了 8.4%，其中前五除了通威和爱旭都是垂直一体化厂商，电池片主要自供。**

图1：2018 年国内电池片产量竞争格局



资料来源：CPIA，东兴证券研究所

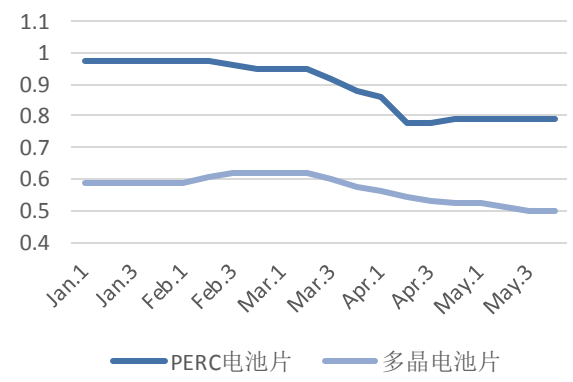
图2：2019 年国内电池片产量竞争格局



资料来源：CPIA，东兴证券研究所

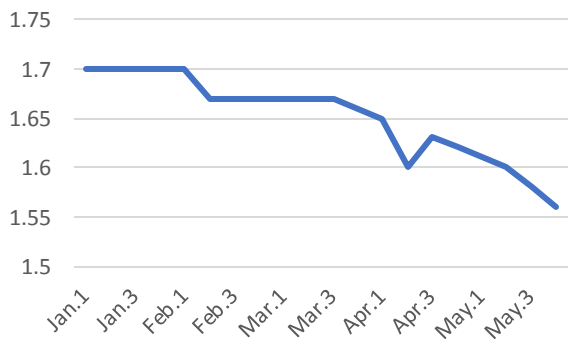
电池片市场格局较分散，集中度有望提升。电池片产能投资额较大，技术迭代快，后发优势强，上下游议价能力较差，叠加部分组价厂商也自建产能，导致市场竞争格局激烈，集中度较低，行业长期处于微利状态。爱旭和通威作为专业电池片厂商凭借规模、技术和成本优势领先行业，份额不断提升。2020 年受到疫情影响电池片价格大幅下降，已经接近二线企业成本线，行业加速洗牌。

图3：电池片价格（单位：元）



资料来源：PVInfoLink，东兴证券研究所

图4：PERC 组件价格（元/w）



资料来源：PVInfoLink，东兴证券研究所

近期工信部发布光伏制造行业规范条件（2020 年本）征求意见稿，提高标准，倒逼行业升级，利好龙头企业扩大份额。

表1：行业标准变化

			2018 版	2020 版	变化
工艺技术要求（不低于）					
电池	现有项目	多晶电池	18.0%	19.0%	1.0%
		单晶电池	19.5%	22.5%	3.0%
	新建和改扩建项目	多晶电池	19.0%	20.0%	1.0%
		单晶电池	21.0%	23.0%	2.0%
耗能要求（低于）					
电耗					
电池项目（万千瓦时/MWp）		平均综合能耗	9	8	-1
晶硅电池组件项目（万千瓦时/MWp）		平均综合能耗	6	4	-2
薄膜电池组件项目（万千瓦时/MWp）		平均综合能耗	50	50	0
水耗					
电池项目（吨/MWp）		水耗	1500	P 型 750，N 型 900	P 型-750，N 型-600

资料来源：工信部，东兴证券研究所

2. PERC 技术领先，奠定基础

爱旭股份成立于 2009 年，于 2019 年借壳上市登陆 A 股市场，主要从事太阳能电池的研发、生产和销售，拥有业内领先的 PERC 电池制造技术和生产供应能力，是全球 PERC 电池的主要供应商之一，2019 年公司出口太阳能电池全国排名第一，全球出货前十的组件厂商均称为公司的核心客户。公司目前拥有广东佛山、浙江义乌和天津三大高效 PERC 电池生产基地，现有生产能力超过 9.2GW。

图5：公司发展历程

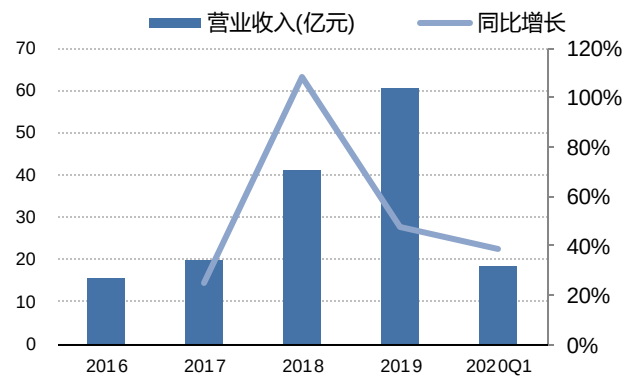


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司主要收入来自太阳能电池片业务，2019 年公司营收 60.69 亿元，同比增长 47.71%，其中 PERC 单晶电池营收占比 97%以上；实现归母净利润 5.85 亿元，同比增长 69.91%。2020 年一季度，实现营业收入 18.33

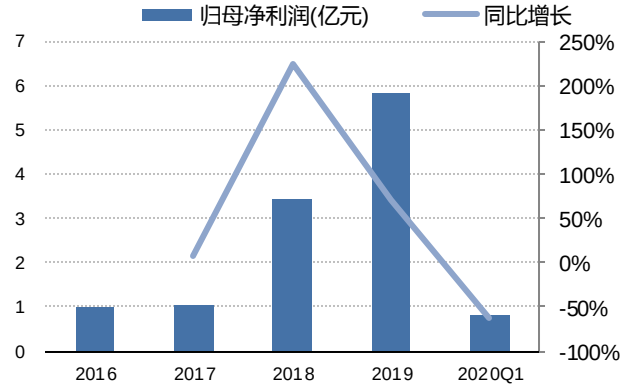
亿元，同比增长 38.91%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比下降 63.36%，业绩下滑原因主要是 Q1 电池盈利触底，价格大幅下跌。

图6：2016-2019 年公司营业收入



资料来源：公司年报，资产重组报告，东兴证券研究所

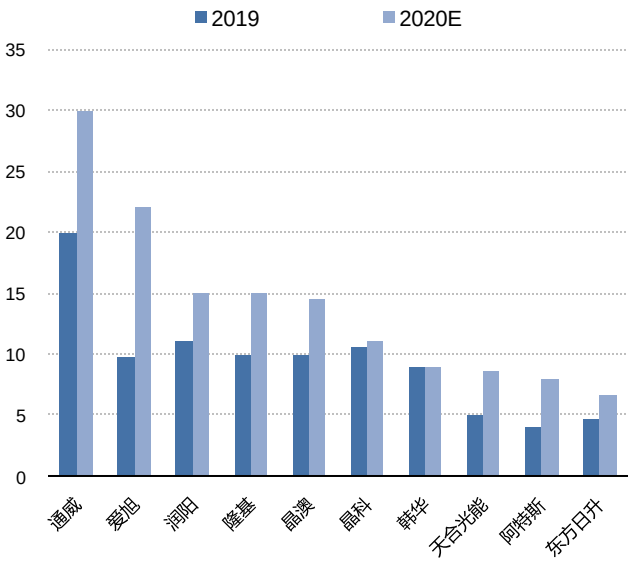
图7：2016-2019 年公司归母净利润



资料来源：公司年报，资产重组报告，东兴证券研究所

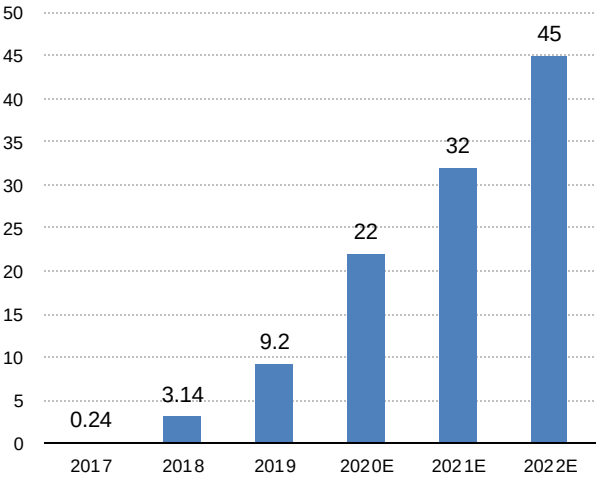
近年来，公司不断扩充产能，在原有佛山基地的基础上，先后建设了义乌、天津两个生产基地，截至 2019 年底，公司拥有 PERC 电池年产能力 9.2GW，其中佛山 1.6GW、义乌 3.8GW、天津 3.8GW，义乌二期 PERC 产线预计于 4 月投产，义乌三期年产 4.3GW 项目正在进行中。根据公司 1 月发布《未来三年(2020-2022 年)产品产能规划》，公司计划高效晶硅太阳能电池产能 2020 年底达到 22GW，2021 年底达到 32GW，2022 年底达到 45GW，进一步巩固高效太阳能电池专业制造商的领先地位。

图8：主要电池厂商产能规划（GW）



资料来源：PVInfoLink 东兴证券研究所

图9：公司 PERC 产能规划



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2018-2019 年 PERC 出货量第一。2016 年爱旭电池出货量首次突破 1GW，随着义乌产能释放，2017、2018 年出货量分别达 1.45GW、3.88GW，根据 PVInfoLink 的数据，2017 年全球电池出货量排名进入前五，2018、

2019 年爱旭科技电池片出货量排名行业第二，PERC 出货量排名第一。据海关数据统计，2019 年公司出口太阳能电池全国排名第一。

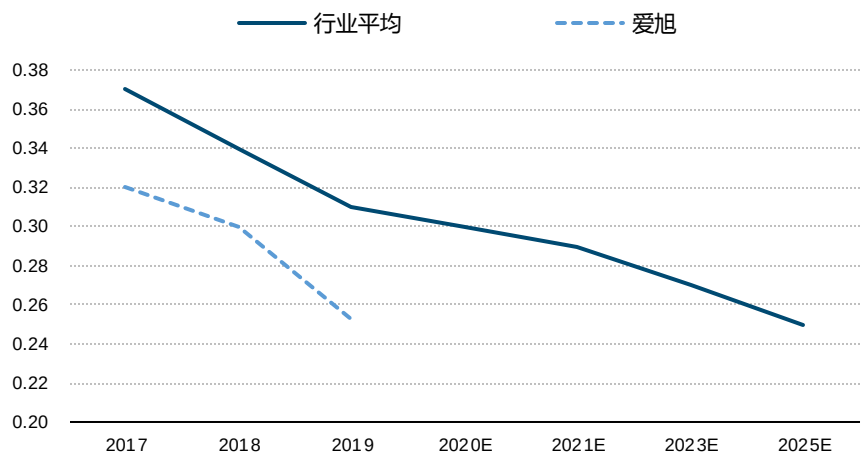
表2：全球电池出货排名

排名	2017	2018	2019
1	通威	通威	通威
2	茂迪	爱旭	爱旭
3	昱晶	展宇	中宇
4	爱旭	联合再生能源	展宇
5	英稳达	茂迪	润阳

资料来源：PVInfoLink 东兴证券研究所

非硅成本远低同行。爱旭科技非硅成本主要包括浆料、辅料、人工费以及制造费用，从 2017 年起，非硅成本就远低同行，2019 年，行业平均非硅成本为 0.31 元/W，爱旭非硅成本为 0.25 元/W，比行业平均水平低了 24%。天津基地和义乌基地项目已实现了高度自动化、智能化，是国内最早利用 RFID、CPS、神经网络等新一代信息技术，基于工业互联网、人工智能建设的高效太阳能电池智能制造工厂之一，并且技术落实在实际生产中，降低了人工成本和材料成本，随着义乌后期项目的产能释放，PERC 单晶太阳能电池片的非硅成本将进一步降低。

图10：非硅成本比较（元/W）



资料来源：CPIA，公司公告，东兴证券研究所

核心客户均为组件行业头部。光伏晶硅电池是光伏组件的核心部件，其转化效率、稳定性、衰减率直接影响了光伏发电的水平。鉴于电池在光伏发电领域的重要性，加上其门槛较高，对于光伏组件厂商而言，为保证电池的品质，需要对电池供应商进行严格的遴选，经认可后通常会建立稳定的长期业务合作关系。经过多年市场开拓，全球前十大晶硅组件厂商大与爱旭科技形成了长期战略合作伙伴关系，2018 和 2019 连续两年，全球出货前十大组件厂商均为公司的核心客户。

表3：公司 2018 年向全球十大组件厂商销售情况

组件厂商	销售收入（亿）	占营收比例
晶科能源	9.6	23.37%
天合光能	4.6	11.16%
协鑫集团	1.8	4.28%
隆基	1.3	3.19%
顺风光电	1	2.46%
晶澳	0.998	2.38%
东方日升	0.72	1.75%
韩华	0.09	0.23%
阿特斯	0.05	0.13%
苏州腾晖	0.01	0.03%
合计	20.12	48.97%

资料来源：公司重组说明书，东兴证券研究所

下游高质客户保收入。公司电池在品质和价格上均具备明显优势，爱旭与头部组件公司保持长期合作关系，2019 年至 2021 年，已签署框架协议的销量合计分别为 6.31GW、7.13GW 和 7.27GW，2019 年签署合作条款约定供货量已近产能的 70%。今年以来，头部组件厂商纷纷出台扩产计划，组件总扩产量在 15 个月内将达到 208GW，其中以单晶 PERC 组件为主，预计爱旭的出货量将不断上升。

表4：爱旭已签部分订单

	组件厂商	2019	2020	2021
自产自销	阿特斯	0.3GW		
	天合光能	1.5GW	2GW	2.5GW
	晶科	3.28GW	5.13GW	4.77GW
	晶澳	0.165GW		
	阳光能源	0.3GW		
受托加工	晶澳	0.165GW		
	阳光电源	0.6GW		
合计		6.31GW	7.13GW	7.27GW

资料来源：公司重组说明书，东兴证券研究所

3. 新技术、新产能积极布局，引领行业发展。

2020 年，公司在义乌基地全球首发 210mm 高效太阳能电池，210mm 电池比 156.75mm 电池面积增加 80.5%，更大面积可带来更突出的电池功率表现以及更高瓦数的组件技术及设计平台，如切片、叠焊、叠瓦等组件技术，组件功率产出也可相应提升 80%以上。50 片 210mm 电池封装的组件转换效率可提升至 20.5%，组件功率可达到 500W，有效的推动光伏发电系统成本的降低，引领行业大跨步发展。

大硅片将有效提高组件转换效率，摊薄 BOS 成本，从而降低度电成本，或是行业未来趋势，中环、东方日升、天合光能、协鑫等龙头企业均在积极布局 210 组件产能。公司率先布局 210 高效电池片，抢占先机。

表5：东方日升 210 组件和其他尺寸组件的技术指标对比

	210VS156.75	210VS158.75	210VS166
产能提高	30%	20%	10%
功率提升	120W	85W	50W
组件成本降低	9.80%	9.50%	6.70%
BOS 成本降低		3.38%	1.60%
LCOE 降低		6.67%	4.91%

资料来源：东方日升白皮书，东兴证券研究所

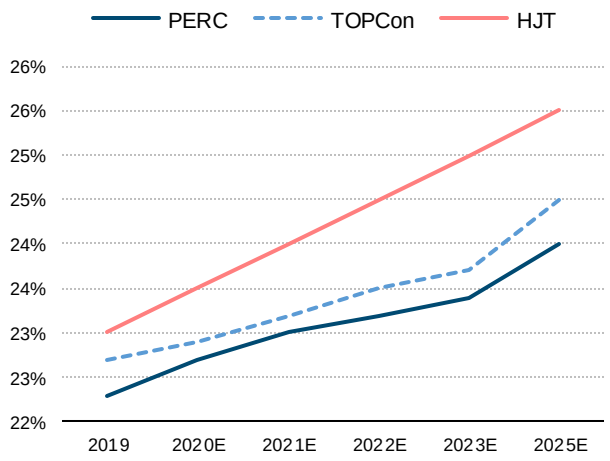
N 型电池将成为下一代主流技术路线。根据中国光伏行业协会的统计数据，2019 年，规模化生产的 PERC 电池单晶平均转换效率达 22.3%，TOPCon 电池和异质结(HJT)电池已进入小规模量产。虽然 PERC 技术目前在综合性能方面具有领先优势，但长远来看，N 型高效电池效率优势突出，太阳能电池行业本就属于技术迭代更替快的行业，随着其技术发展逐渐成熟，成本及工艺难度下降，P 型 PERC 电池技术进入成熟阶段，占据市场主要份额，但是随着新型 N 型电池片性价比提升，P-PERC 份额或逐步减小。

图11：各类电池市占比预测



资料来源：CPIA《中国光伏产业发展路线图》(2019 版)，东兴证券研究所

图12：各类电池平均效率预测



资料来源：CPIA《中国光伏产业发展路线图》(2019 版)，东兴证券研究所

新技术布局领先，定增加码，巩固优势。公司视技术创新为企业的生命线，不但实现了全球首家量产 210mm 大尺寸电池，同时也在叠层电池、HIT、IBC、HBC、TOPCON 等新型电池量产技术方面展开长期、深入的研发，积累了较多的量产经验，尤其在叠层电池、HBC、IBC 的量产技术方向上取得了一定的成果，形成了企业对未来 12 太阳能电池技术发展趋势的深刻理解。未来几年内，公司将持续聚焦在 PERC 技术的不断创新和叠层电池、HBC、IBC、HIT 等电池量产技术的研究与开发上。**根据公司定增预案，计划募资 25 亿元，其中 3 亿加码电池片新技术路线研发，进一步巩固技术领先。**

4. 盈利预测与估值

根据公司产能规划和市场需求情况，我们预计公司 2020-2022 年电池片销量为 14/24/33GW。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.37、11.43 和 14.76 亿元，对应 EPS 分别为 0.35、0.62 和 0.81 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 23/13/10 倍。看好公司电池片技术、成本、规模领先，首次覆盖给予“推荐”评级。

表6：公司电池片业务预测

单晶电池	2019	2020E	2021E	2022E
产能(GW)	9.2	22	32	45
销量(GW)	6.79	14	24	33
价格含税（元/W）	0.99	0.81	0.75	0.69
价格不含税（元/W）	0.88	0.72	0.66	0.61
成本（元/W）	0.72	0.61	0.56	0.51
非硅成本（元/W）	0.25	0.21	0.19	0.16
硅成本（元/W）	0.47	0.40	0.37	0.35
毛利（元/W）	0.16	0.11	0.10	0.10
收入（亿）	59.752	100.8	158.4	201.3
毛利率	18.06%	14.80%	15.85%	16.00%

资料来源：wind，公司公告，东兴证券研究所

5. 风险提示

光伏行业需求不及预期，产品价格大幅下降的风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	258	2329	5358	8654	11581	**营业收入**	157	6069	10230	16040	20350
货币资金	195	990	3398	5849	8147	**营业成本**	75	4973	8716	13497	17093
应收账款	4	45	75	118	149	营业税金及附加	31	10	17	27	34
其他应收款	15	17	29	45	58	营业费用	6	51	82	128	163
预付款项	0	189	189	189	189	管理费用	17	153	512	802	1018
存货	43	241	423	654	829	财务费用	-2	108	184	305	387
其他流动资产	1	246	246	246	246	资产减值损失	-0.03	-3.17	-1.60	-2.38	-1.99
非流动资产合计	330	5837	5388	4984	4540	公允价值变动收益	0.00	0.84	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.15	0.00	0.00	0.00
固定资产	4	3791	4624	4239	3813	**营业利润**	30	665	721	1283	1658
无形资产	0	211	190	171	154	营业外收入	0.38	0.23	0.23	0.23	0.23
其他非流动资产	0	233	233	233	233	营业外支出	0.02	12.34	9.87	7.41	9.88
资产总计	588	8166	10746	13638	16121	**利润总额**	30	653	711	1276	1648
流动负债合计	100	3665	5049	7369	9115	所得税	11	68	74	133	172
短期借款	0	420	0	0	0	**净利润**	19	585	637	1143	1476
应付账款	17	712	1231	1906	2413	少数股东损益	3	0	0	0	0
预收款项	2	379	379	379	379	归属母公司净利润	16	585	637	1143	1476
一年内到期的非流动负债	0	307	307	307	307	EBITDA	34	1285	1383	2071	2528
非流动负债合计	0	1935	1935	1935	1935	**EPS（元）**	0.04	0.32	0.35	0.62	0.81
长期借款	0	1020	1020	1020	1020	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	100	5600	6984	9304	11050	**成长能力**					
少数股东权益	22	490	490	489	489	营业收入增长	241.24	3772.72	68.55%	56.79%	26.87%
实收资本（或股本）	446	1830	1830	1830	1830	营业利润增长	-60.36	2114.94	8.36%	77.98%	29.21%
资本公积	15	-665	212	212	212	归属于母公司净利润	-73.76	3558.65	8.89%	79.36%	29.18%
未分配利润	-21	895	933	1002	1090	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	466	2076	3273	3844	4582	毛利率(%)	51.92%	18.06%	14.80%	15.85%	16.00%
负债和所有者权益	588	8166	10746	13638	16121	净利率(%)	12.33%	9.64%	6.23%	7.12%	7.25%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	2.72%	7.17%	5.93%	8.38%	9.16%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	3.43%	28.19%	19.47%	29.73%	32.22%
经营活动现金流	117	1587	2483	3402	3459	**偿债能力**					
净利润	19	585	637	1143	1476	资产负债率(%)	17%	69%	65%	68%	69%
折旧摊销	6.18	511.18	0.00	464.49	466.29	流动比率	2.57	0.64	1.06	1.17	1.27
财务费用	-2	108	184	305	387	速动比率	2.14	0.57	0.98	1.09	1.18
应收帐款减少	0	0	-31	-43	-32	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.28	1.39	1.08	1.32	1.37
投资活动现金流	-1	-3027	-28	-78	-38	应收账款周转率	74.84	250.87	171.14	166.49	152.48
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	应付账款周转率	8.94	16.66	10.53	10.23	9.42
长期投资减少	0	0	-30	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.04	0.32	0.35	0.62	0.81
筹资活动现金流	2	1179	-46	-873	-1123	每股净现金流(最新	0.27	-0.14	1.32	1.34	1.26
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	1.04	1.13	1.79	2.10	2.50
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	1384	0	0	0	P/E	224.58	25.14	23.09	12.87	9.96
资本公积增加	2	-680	878	0	0	P/B	7.70	7.09	4.50	3.83	3.21
现金净增加额	119	-260	2408	2451	2298	EV/EBITDA	100.30	12.04	9.14	4.92	3.12

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	新能源汽车系列报告 13：欧洲新能源汽车推广超预期逻辑逐步获验	2020-06-02
行业深度报告	电力设备与新能源行业报告：未来已来，特斯拉产业链系列报告（三）：新能源，“芯”战场	2020-06-02
行业深度报告	新能源汽车系列报告 11：无惧疫情，欧洲新能源汽车销量翻倍仍可期	2020-05-24
行业普通报告	新能源汽车系列报告 10：官方提高对新能源整车和动力电池的安全技术要求	2020-05-17
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：欧洲新能源汽车和国内风电行业颇具韧性	2020-05-13
行业深度报告	风电：奔向“平价”的清洁能源	2020-05-13
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：国内风电建设加快，疫情冲击将逐渐被弥补	2020-05-11
行业深度报告	电力设备与新能源行业报告：未来已来，特斯拉产业链系列报告（二）：SolarCity 是能源革命的重要拼图	2020-04-30

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

李远山

西安交通大学学士，清华大学核能科学与工程硕士，曾就职于环保部核与辐射安全中心从事核安全审评研究工作，2016 年加入新时代证券研究所，2019 年加入东兴证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。

郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018“天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版、2017 版与 2018-2019 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

研究助理简介

张阳

中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券，从事电力设备与新能源行业研究，主要负责新能源汽车产业链方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526