

# 万里扬 (002434)

证券研究报告

2023年04月04日

## 变速器业务困境反转在即，储能新业务放量可期！

### 问题 1：在新冠疫情扰动期间，公司经营业绩承压程度如何？

2021年，公司实现营业收入54.75亿元，同比减少9.73%，主要受下游乘用车汽车芯片短缺、商用车市场销量下滑等因素影响，汽车变速器业务短期内有所承压。实现归母净利润-7.47亿元，为公司自上市后首次出现业绩亏损，主要由于该年度计提商誉减值准备9.44亿元。

2022年前三季度，公司实现营业收入36.42亿元，同比减少15.89%，实现归母净利润2.57亿元，同比减少49.61%，主要系在新冠疫情背景下，上半年国内商用车市场销量下滑延续，以及钢铁、生铁等原材料价格同比大幅上涨所致。

### 问题 2：2023年下游行业表现如何？公司汽车变速器业绩能否修复？

2022年公司业绩压力主要源于商用车变速器业务，22H1的商用车变速器销售收入同比下滑35.55%，与同期的国内商用车销量同比降幅41.0%基本相当。2023年开年，下游商用车出货量呈现明显复苏势头，2月份国内商用车的单月销量达32.35万辆，同比+29.48%，环比+79.36%，复苏势头相对强劲。

根据公司业绩预告公告，2022全年预计实现归母净利润3.0-4.0亿元，同比增140.14%-153.51%，实现扭亏为盈，再度验证21年业绩亏损属于短期因素的一次性影响。我们认为，在充分计提商誉减值准备后，公司“轻装上阵”，有望受益于下游商用车复苏回暖，加速汽车变速器主业的业绩修复；此外，公司自主开发的DHT混动系统等新产品量产在即，有望加速向新能源车型的配套渗透，进一步驱动整体业绩放量增长。

### 问题 3：公司新布局的新型储能业务发展空间、项目进度如何？

中国新型储能市场正由商业化初期向规模化应用过渡，截至2022年末新型储能累计装机量为8.7GW，预计至2025年新型储能装机量超30GW，2022-2025年CAGR达51.1%，处于高速增长阶段。在此背景下，公司通过外延并购方式迅速在新型储能市场建立先发优势，已投运发电侧储能电站装机量约40MW。公司重点布局发展电网侧独立储能电站，已签订投资协议的电网侧独立储能电站装机规模1000MW，计划自2023年开始陆续投入运营并形成新的业绩增量，业绩弹性空间可观。

**投资建议：**我们预计公司2022-2024年的营业收入52.73/62.10/73.44亿元，归母净利润3.68/6.18/8.92亿元。看好公司汽车零部件主业困境反转进展、新型储能项目储备充足及业绩增长弹性，2023年目标市值178亿元，对应目标价13.5元，维持“买入”评级。

**风险提示：**主要材料及零配件的价格波动/客户集中度较高/进入新业务领域/储能项目投产不及预期/测算存在一定主观性的风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,064.88	5,475.01	5,273.11	6,210.16	7,344.26
增长率(%)	18.92	(9.73)	(3.69)	17.77	18.26
EBITDA(百万元)	1,409.46	2,104.14	767.72	1,064.43	1,375.24
归属母公司净利润(百万元)	617.28	(747.48)	368.42	618.38	892.23
增长率(%)	54.19	(221.09)	149.29	67.85	44.29
EPS(元/股)	0.47	(0.57)	0.28	0.47	0.68
市盈率(P/E)	19.52	(16.12)	32.71	19.49	13.51
市净率(P/B)	1.81	2.27	2.13	1.92	1.68
市销率(P/S)	1.99	2.20	2.29	1.94	1.64
EV/EBITDA	8.00	9.36	13.64	8.99	6.01

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	9.18元
目标价格	13.5元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,312.60
流通A股股本(百万股)	1,311.54
A股总市值(百万元)	12,049.67
流通A股市值(百万元)	12,039.94
每股净资产(元)	4.23
资产负债率(%)	44.61
一年内最高/最低(元)	11.88/5.65

### 作者

吴立	分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
于特	分析师
SAC执业证书编号：S1110521050003	
yute@tfzq.com	
卢雨婷	联系人
luyuting@tfzq.com	
林毓鑫	联系人
linyuxin@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《万里扬-半年报点评:转型阵痛期短期承压，静待积极拥抱新能源涅槃而生》2022-08-20
- 《万里扬-年报点评报告:轻装上阵，传统汽车主业+新储能业务齐头并进!》2022-04-20
- 《万里扬-行业专题研究:万里扬储能专题报告：电力辅助服务商业化领导者》2022-01-20

## 内容目录

1. 万里扬：汽车变速器行业龙头，加码新型储能打开成长空间.....	4
2. 汽车零部件：商用车复苏回暖，助力板块业绩反转 .....	6
2.1. 下游商用车销量复苏强劲，变速器板块业绩反转可期 .....	6
2.2. 推动新能源方向转型，导入新品加速业绩释放 .....	7
2.3. 钢材价格有所回落，盈利能力有望受益提升 .....	9
3. 新型储能：项目投产创收在即，业绩弹性空间可观 .....	9
3.1. 储能为电力调节主要方案，政策密集加速产业发展 .....	9
3.2. 储能调频市场价值凸显，电力辅助服务空间可观 .....	11
3.3. 先发布局储能跑马圈地，订单充足打开成长空间 .....	13
4. 盈利预测&投资建议.....	14
5. 风险提示.....	16

## 图表目录

图 1：万里扬的主要发展历程 .....	4
图 2：万里扬的股权结构图（截至 2022.09.30） .....	4
图 3：万里扬的营业收入&同比增速（亿元，%） .....	5
图 4：万里扬的归母净利润&同比增速（亿元，%） .....	5
图 5：万里扬的分业务营业收入（亿元） .....	5
图 6：万里扬的营业收入结构（%） .....	5
图 7：万里扬的历年毛利水平（亿元） .....	6
图 8：万里扬的毛利率&净利率（%） .....	6
图 9：万里扬的各项费用率（%） .....	6
图 10：万里扬的汽车变速器业务收入（亿元） .....	6
图 11：万里扬按整车配套的汽车零部件销量（万台） .....	6
图 12：2015-2022 年中国的商用车产量&销量（万辆） .....	7
图 13：中国商用车的月度销量（万辆） .....	7
图 14：第四阶段乘用车燃料消耗量评价体系 .....	8
图 15：第五阶段乘用车燃料消耗量评价体系 .....	8
图 16：中国的新能源乘用车分类别销量（万辆） .....	8
图 17：中国的新能源乘用车分类别渗透率（%） .....	8
图 18：万里扬的汽车零部件制造业务毛利率（%） .....	9
图 19：中国的钢材综合价格指数 .....	9
图 20：中国的发电能源结构（%） .....	10
图 21：某省级电网的典型日负荷、新能源出力曲线 .....	10
图 22：中国的新型储能累计装机量（GW） .....	11
图 23：2023 年 1-2 月各省份拟在建电化学储能项目分布（MW） .....	11
图 24：同一阶跃扰动下储能和火电的出力对比 .....	12

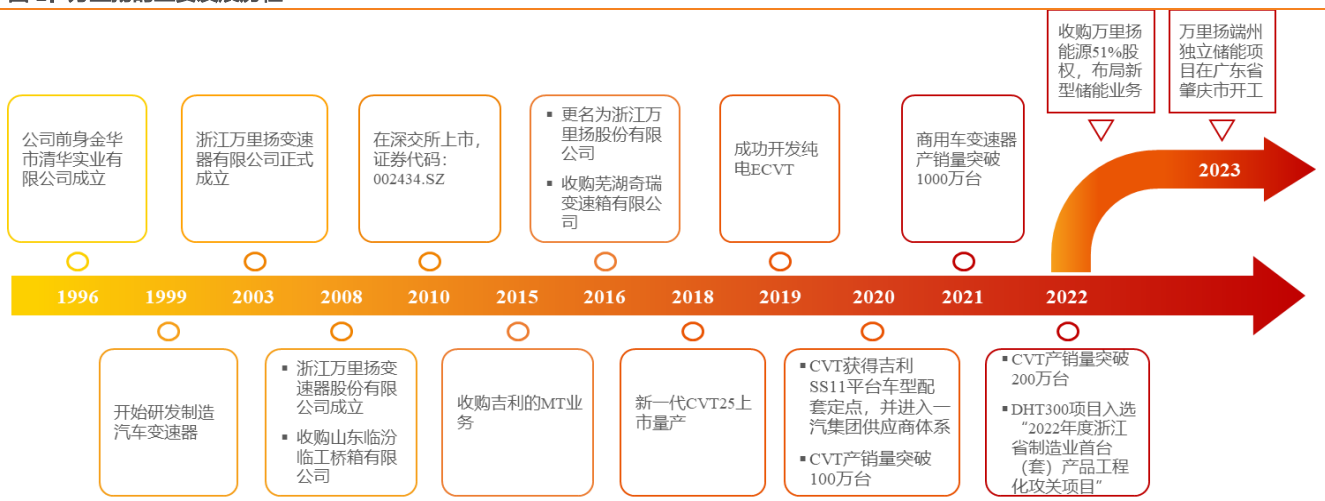
图 25: 2019H1 中国的电力辅助服务费用结构 (%)	12
图 26: 独立电池储能调频敏感性分析	13
图 27: 中国的碳酸锂 (99.5%电) 价格走势 (万元/吨)	13
图 28: 万里扬能源的三大业务板块	13
图 29: 万里扬能源公司的主要财务数据 (万元)	13
表 1: 万里扬 DHT 混动变速器的性能优势表现	9
表 2: 近期储能的相关国家政策梳理	10
表 3: 中国的电力服务辅助市场规模测算	12
表 4: 公司已签订协议的储能项目分布情况 (截至 2023.03.26)	14
表 5: 万里扬的分业务盈利预测 (亿元)	14
表 6: 汽车零部件业务的可比上市公司及估值 (截至 2023.04.04)	15
表 7: 新型储能业务的可比上市公司及估值 (截至 2023.04.04)	15

## 1. 万里扬：汽车变速器行业龙头，加码新型储能打开成长空间

浙江万里扬股份有限公司（002434.SZ）成立于 2003 年，于 2010 年在深交所中小板上市，是中国汽车变速器行业首家上市企业。公司长期专注于汽车动力传动系统领域，产品矩阵已由最初的商用车变速器不断拓展至乘用车变速器、新能源汽车传/驱动系统等；经过 20 余年的发展积累，公司已成为集手动及自动变速器、传统燃油车及新能源车、商用车及乘用车多元布局的集团化企业。截至 2022H1，公司已形成年产 110 万台商用车变速器和 180 万台乘用车变速器的综合能力，是我国最大的自主变速器供应商；公司相关产品市占率位居行业前列，已被工信部等认定为全国制造业单项冠军示范企业。

近年来，公司积极布局新型储能业务。2022 年 1 月，公司通过收购浙江万里扬能源科技股份有限公司 51% 股份，新增储能电站投资运营、电力市场现货交易等业务，致力于为新能源提供全景技术支撑，为电力系统提供柔性调节能力，为用户提供零碳用能解决方案。

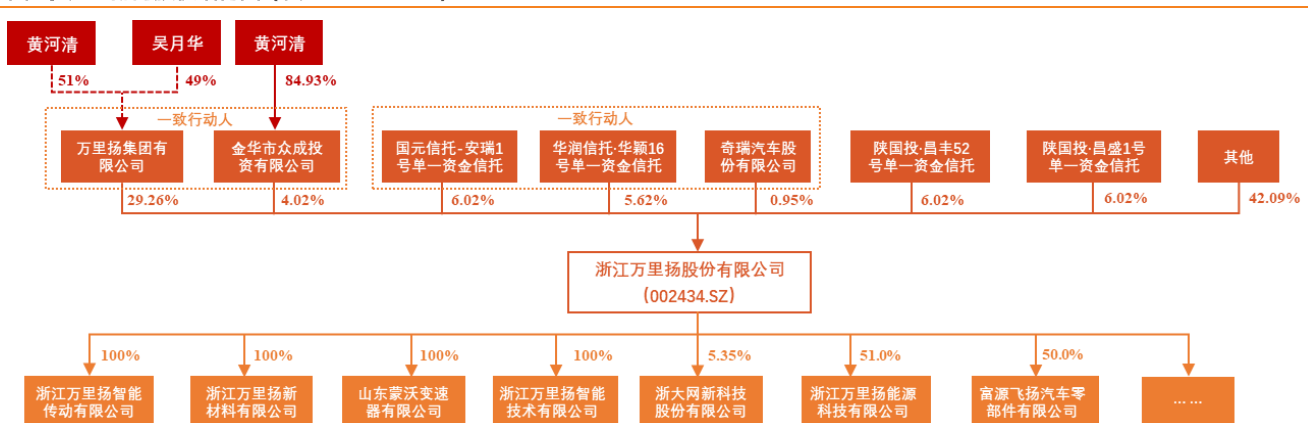
图 1：万里扬的主要发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，万里扬股份公众号，天风证券研究所

公司股权结构稳定，黄河清、吴月华为实际控制人。截至 2022 年 9 月 30 日，万里扬集团有限公司为公司控股股东，直接持有公司股份 29.26%；黄河清、吴月华合计持有万里扬集团 100% 股份，为公司的共同实际控制人。其中，黄河清先生通过间接持股方式合计持有公司股权超 18%，现任公司董事长；吴月华女士现任公司董事。

图 2：万里扬的股权结构图（截至 2022.09.30）



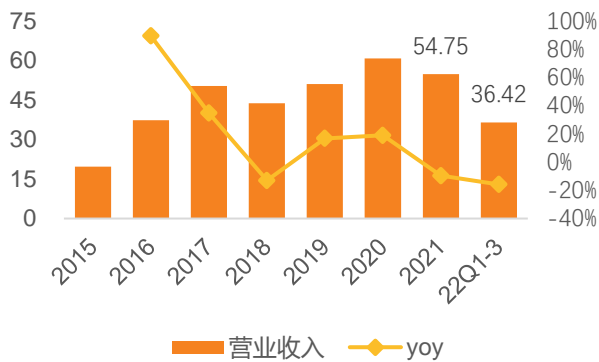
资料来源：企查查，公司 2022 年三季报，天风证券研究所

\*注：黄河清、吴月华对万里扬集团的持股份额为直接与间接持股合计数

**受疫情扰动等影响，整体业绩短暂承压。**2021年，公司实现营业收入54.75亿元，同比减少9.73%，主要受乘用车汽车芯片短缺、商用车市场销量下滑等因素影响，变速器业务短期内有所承压；实现归母净利润-7.47亿元，为公司自上市后首次出现业绩亏损，主要由于该年度计提商誉减值准备9.44亿元，以及钢材、生铁等原材料价格大幅上涨。2022年前三季度，公司实现营业收入36.42亿元，同比减少15.89%，实现归母净利润2.57亿元，同比减少49.61%，主要系在新冠疫情背景下，受上半年国内商用车市场销量下滑影响，以及原材料价格同比大幅上涨所致。公司业绩预告公告显示，2022年预计实现归母净利润3.0-4.0亿元，同比增长140.14%-153.51%。**我们认为，公司于2022年实现扭亏为盈，再次验证2021年的业绩亏损属于短期因素的一次性影响；未来随疫情扰动消退和商用车市场回暖，公司有望迎来业绩修复与增长。**

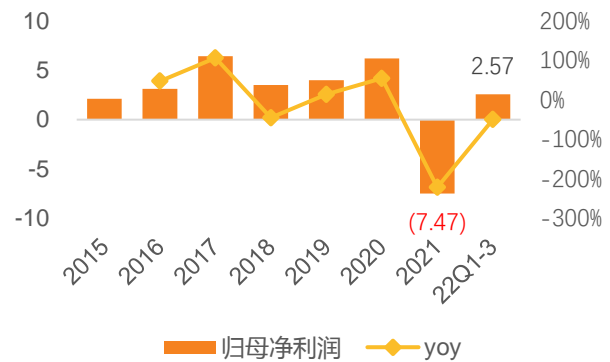
**收入结构方面**，2021年，公司汽车零部件制造业务实现收入54.37亿元，营收占比99.30%，为公司第一大业绩来源。2022H1，公司实现汽车零部件制造业务收入22.70亿元，营收占比97.75%；新增储能业务实现收入0.38亿元，营收占比1.64%。

图3：万里扬的营业收入&amp;同比增速（亿元，%）



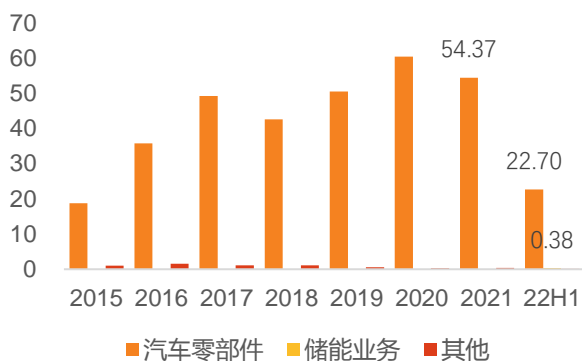
资料来源：Wind，天风证券研究所

图4：万里扬的归母净利润&amp;同比增速（亿元，%）



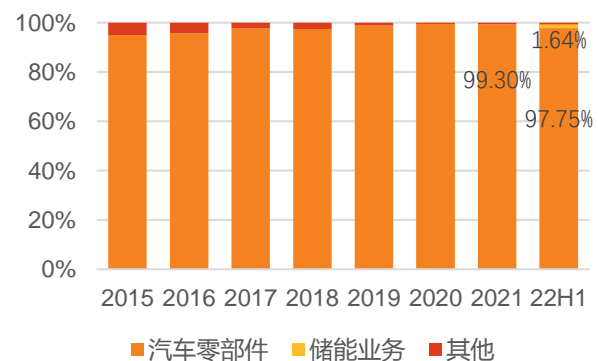
资料来源：Wind，天风证券研究所

图5：万里扬的分业务营业收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

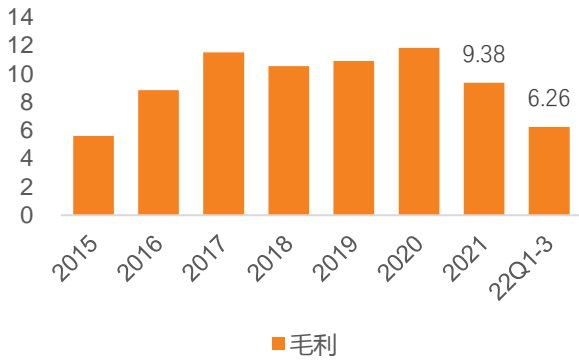
图6：万里扬的营业收入结构（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

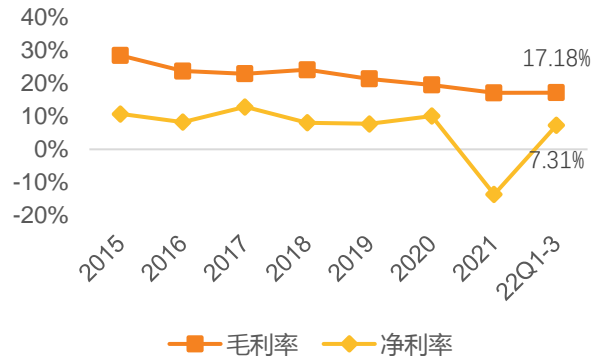
**盈利能力方面**，2021年实现毛利9.38亿元，毛利率17.14%。2022年前三季度，公司实现毛利率17.18%，同比-3.37pct，实现净利率7.31%，同比-4.47pct，除受到原材料成本波动影响，部分原因还在于公司大力推广新能源汽车传动/驱动系统的新产品，优先考虑市场份额获取，为更多客户和车型配套。**我们认为，随着公司DHT混动系统等新品量产下线和生产制造智能化、数字化推进，未来盈利能力仍有上升空间。**

图 7: 万里扬的历年毛利水平 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

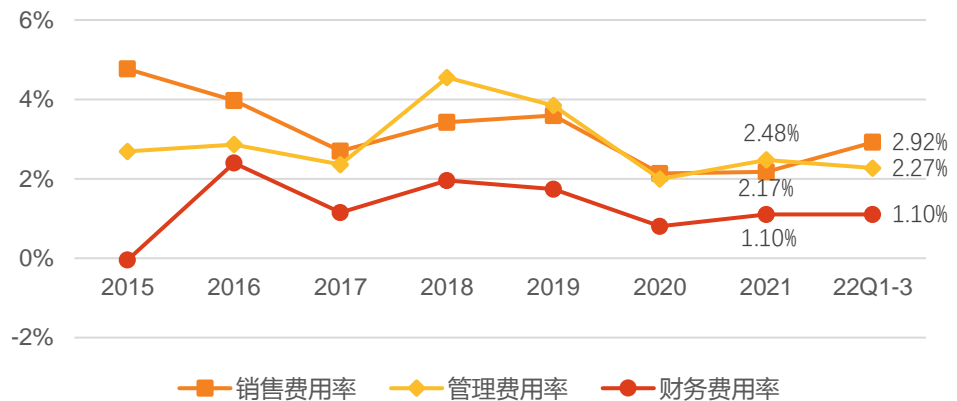
图 8: 万里扬的毛利率&amp;净利率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

**公司各项费用率保持稳中有降。**2016-2021 年, 公司的管理费用率由 2.86% 降至 2.48%, 销售费用率由 3.97% 降至 2.17%, 财务费用率由 2.40% 降至 1.10%; 2022 年前三季度, 公司管理费用率/ 销售费用率/ 财务费用率分别为 2.27%/ 2.92%/ 1.10%。公司正持续推进“降本增效”工作, 不断强化成本管控能力。

图 9: 万里扬的各项费用率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

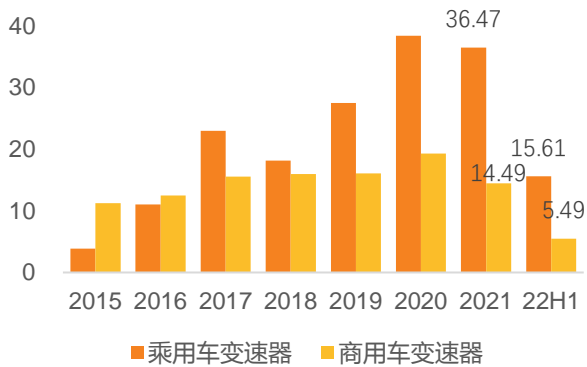
## 2. 汽车零部件: 商用车复苏回暖, 助力板块业绩反转

### 2.1. 下游商用车销量复苏强劲, 变速器板块业绩反转可期

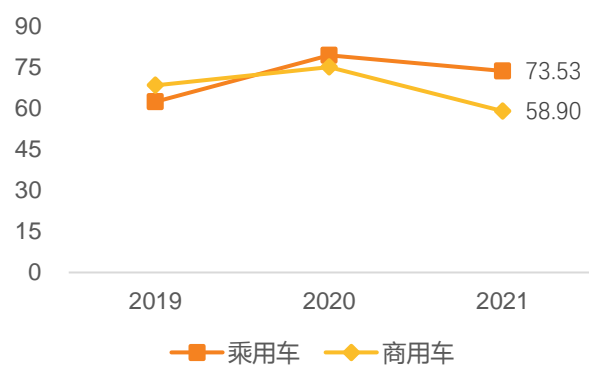
**受疫情等外部因素扰动, 汽车变速器业务短暂承压。**公司的汽车变速器产品包括乘用车变速器和商用车变速器, 覆盖轿车、SUV、MPV、微卡、轻卡、中卡、重卡、客车等车型。2021 年, 公司实现乘用车变速器销量 73.53 万台, 同比减少 7.26%, 实现销售收入 36.47 亿元, 同比减少 5.08%; 实现商用车变速器销量 58.90 万台, 同比减少 76.36%, 实现销售收入 14.49 亿元, 同比减少 25.00%。2021 年公司汽车变速器销售规模出现下滑, **主要受下游乘用车市场芯片短缺及商用车市场销量下滑等因素影响**; 其中, 公司的商用车变速器细分板块业绩下滑相对明显。2022H1, 公司商用车变速器销售收入 5.49 亿元, 同比下滑 35.55%, 主要系上半年国内商用车销量进一步下滑所致。

图 10: 万里扬的汽车变速器业务收入 (亿元)

图 11: 万里扬按整车配套的汽车零部件销量 (万台)



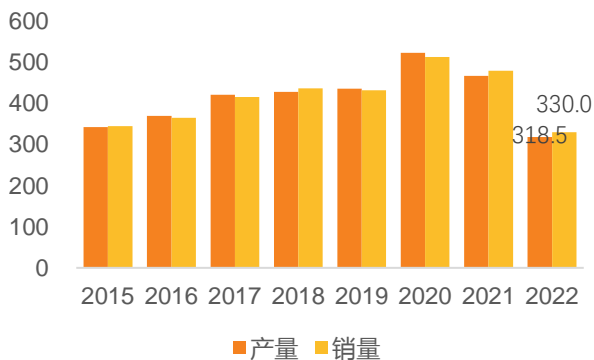
资料来源：万里扬历年财报，天风证券研究所



资料来源：万里扬历年财报，天风证券研究所

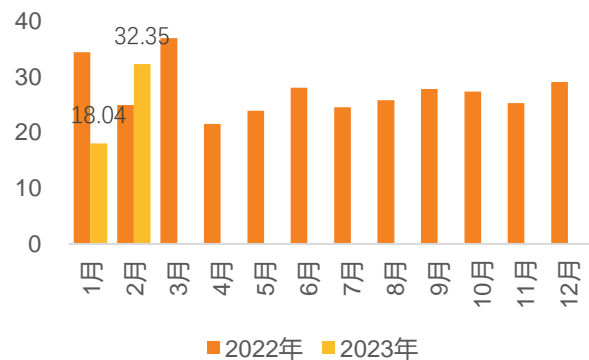
**国内商用车市场复苏回暖，单月销量同比、环比显著提升，有望加速公司业绩修复。**2022 年，国内商用车的产/销量分别为 318.5/ 330.0 万辆，同比下滑 31.86%/ 31.15%。至 2023 年 2 月，国内商用车的单月销量达 32.35 万辆，同比增加 29.48%，环比大幅增加 79.36%，复苏势头相对强劲。我们认为，2022 年公司业绩下滑主要来自商用车变速器细分板块，其中 22H1 商用车变速器的销售额同比减少 35.55%，其受外部因素冲击影响较大；随着国内商用车出货量出现明显复苏，公司的汽车零部件业务有望迎来业绩修复与增长。

图 12：2015-2022 年中国的商用车产量&amp;销量 (万辆)



资料来源：Wind，中汽协，天风证券研究所

图 13：中国商用车的月度销量 (万辆)



资料来源：Wind，中汽协，天风证券研究所

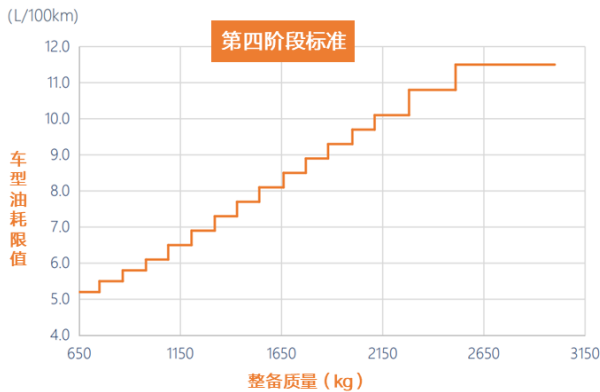
**节能减排、治超政策趋严，或加速产品配套车型增加。**根据我国排放升级政策要求，自 2020 年 7 月 1 日起，全国范围内公交、邮政、环卫车辆必须满足国六的排放标准，所有生产、进口、销售和注册登记的重型柴油车须符合国六 a 标准。2021 年国六排放标准切换催生阶段性购车需求高峰，但由于疫情扰动部分抑制了短期的购车行为；我们认为，从中长期看，国家持续严加治理商用车超载超限有望释放运力新增需求。作为国内主流汽车厂国六车型变速器的供应商，公司在大力推广 G 系列高端轻微型变速器的基础上，升级开发出国际先进的 GS 系列产品，并已配套客户多款车型实现量产。此外，截至 2022H1 公司已完成 AMT 自动变速器等产品开发，扭矩基本覆盖国内重卡发动机，并搭载样车进行整车标定试验。我们认为，在国六排放标准切换背景下，商用车的轻量化、自动化趋势明确，公司有望通过新品开发、增加配套车型等方式进一步提升市场份额。

## 2.2. 推动新能源方向转型，导入新品加速业绩释放

乘用车油耗标准趋严，利好新能源车业务开拓。由工信部组织制定的《乘用车燃料消耗

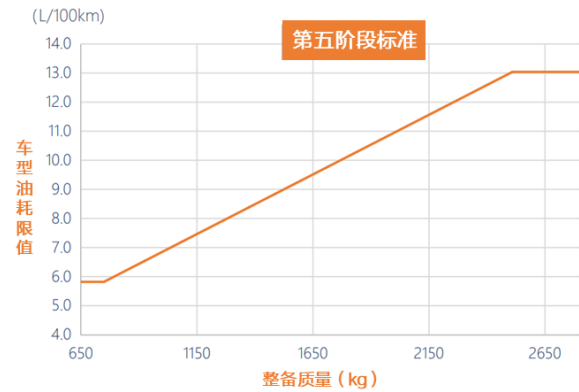
量限值》强制性国家标准（GB 19578-2021）已于 2021 年 7 月起正式实施，与《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》（GB 27999-2019）共同构成我国面向 2025 年的乘用车第五阶段燃料消耗标准。根据新标准，车型燃料消耗量的评价体系由基于整备质量分组的阶梯式变更为基于整备质量的直线式。以整车装备质量为 1415kg 的乘用车为例，若按第四阶段乘用车燃料消耗量标准，则其百公里油耗上限为 5.2 升；而在新标准要求下，则其百公里油耗上限将下调至 4.0 升。我们认为，在新的油耗标准背景下，我国乘用车节能减排约束更加严格，或倒逼市场需求向混动汽车倾斜，利好公司 DHT 混动系统、EV 减速器等产品的配套推广。

图 14：第四阶段乘用车燃料消耗量评价体系



资料来源：工信部，天风证券研究所

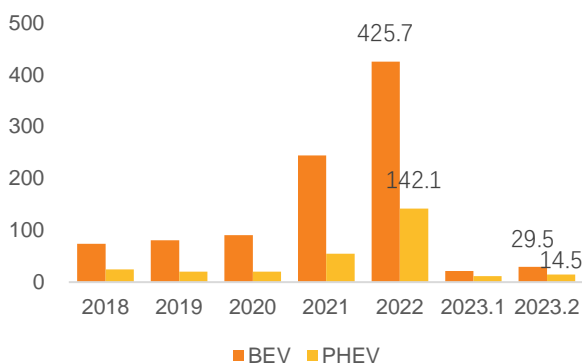
图 15：第五阶段乘用车燃料消耗量评价体系



资料来源：工信部，天风证券研究所

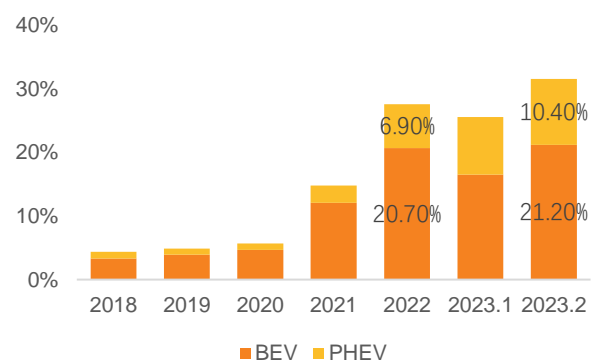
**切入新能源赛道，受益电动化浪潮。**根据乘联会数据，2022 年中国新能源乘用车销量，567.8 万辆，在乘用车市场的渗透率达 27.6%；其中，纯电动汽车 BEV 销量 425.7 万辆，同比增长 74.3%，插电式混动车 PHEV 销量 142.1 万辆，同比增长 160.6%。2023 年 2 月，国内新能源乘用车高增态势延续，BEV 销量 29.5 万辆，同比增长 43.0%，渗透率达 21.2%；PHEV 销量 14.5 万辆，同比增长 116.3%，渗透率达 10.4%。公司正重点推动零部件业务由传统燃油车领域向新能源汽车领域转型，针对性加大新能源汽车领域的产品研发及市场开拓力度。我们认为，公司的新能源车板块有望随下游高景气而迎来高增机会，特别是新标准施行后混动汽车销量表现亮眼，公司积极布局 DHT 混动系统有望充分受益。

图 16：中国的新能源乘用车分类销量（万辆）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

图 17：中国的新能源乘用车分类渗透率（%）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

**“纯电动+混动”双轮驱动，新品导入加速业绩释放。**2022 年，公司的新能源汽车 EV 减速器配套量产车型不断增加，推动产品产销量不断增长；2022H1，公司实现纯电动车减速器收入 0.12 亿元，同比大幅增长 6972.86%，营收占比 0.52%。在混动领域，截至 2023

年 3 月，公司基于 CVT 开发的 DHT 混动系统已完成 3 家客户的样车试验等工作，正积极推进量产和产能准备工作；其中，公司乘用车 DHT 混动系统已完成奇瑞汽车的样车驾驶性标定、冬季标定等，进入配套车型正式量产前的开发阶段。在纯电领域，公司正加速推动 ECVT 量产，为市场需求做配套供应准备；根据公司公告，其 EV 减速器产品已于 2022 年 10 月获得零跑汽车配套定点，预计于 2023 年量产上市。我们认为，在新能源汽车销量持续旺盛的背景下，公司 DHT 混动系统等产品量产在即，有望凭借性能优势加速向新能源车型配套渗透，驱动汽车零部件业务整体放量增长。

表 1：万里扬 DHT 混动变速器的性能优势表现

型号	最大输出功率	最大输出扭矩	变速器长度	重量	工作模式	产品示意图
DHT30	160KW	4000Nm	350mm	118kg	EV/ HEV/ ICE	
DHT40	200KW	5000Nm	355mm	125kg	EV/ HEV/ ICE	

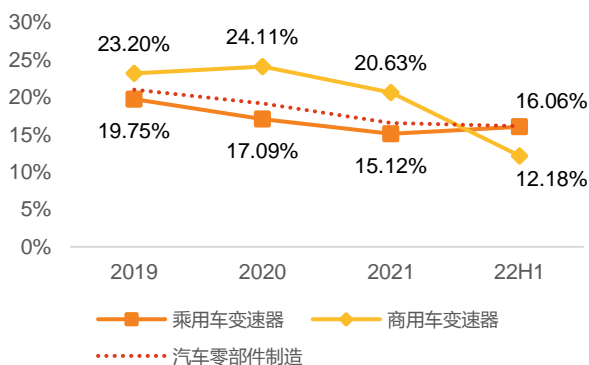
资料来源：万里扬官网，天风证券研究所

### 2.3. 钢材价格有所回落，盈利能力有望受益提升

**钢材原材料成本下降，盈利能力有望受益提升。**2022H1，公司的汽车零部件制造业务毛利率 16.14%；其中乘用车变速器毛利率 16.06%，同比下滑 1.77 pct，商用车变速器毛利率 12.18%，同比下滑 10.13 pct，主要系产品生产成本大幅上涨所致。

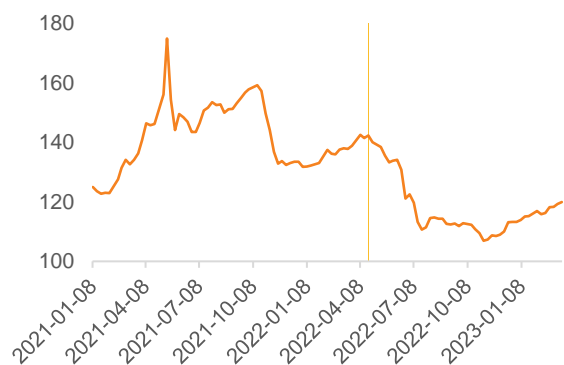
公司汽车变速器的主要原材料为钢材、铝材等；根据中国钢铁工业协会数据，国内的钢材价格在 2021-2022H1 期间维持高位，自 2022 年下半年开始逐步回落；2023 年前 10 周的钢材综合价格指数平均为 116.88，较 2022 年同期降低 13.57%。我们认为，随着钢材等原材料价格回落，公司的汽车变速器生产成本有望降低；在业务收入规模扩大的基础上有望进一步增厚利润。

图 18：万里扬的汽车零部件制造业务毛利率（%）



资料来源：万里扬历年财报，天风证券研究所

图 19：中国的钢材综合价格指数



资料来源：中国钢铁工业协会，Wind，天风证券研究所

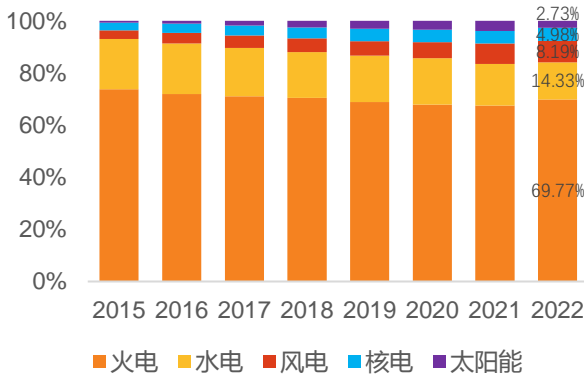
## 3. 新型储能：项目投产创收在即，业绩弹性空间可观

### 3.1. 储能为电力调节主要方案，政策密集加速产业发展

**“双碳”目标推动能源结构转型，储能成电力灵活调节主要方案。**新能源作为清洁可再生能源，是电力系统低碳转型的基本路径；根据中电联数据，2022 年风电、太阳能发电占比分别为 8.19%、2.73%，新能源电力供应份额持续提升。中国十四五规划提出，大力提升风电、光伏发电规模，至 2025 年非化石能源占能源消费总量比重提高至 20%左右。而

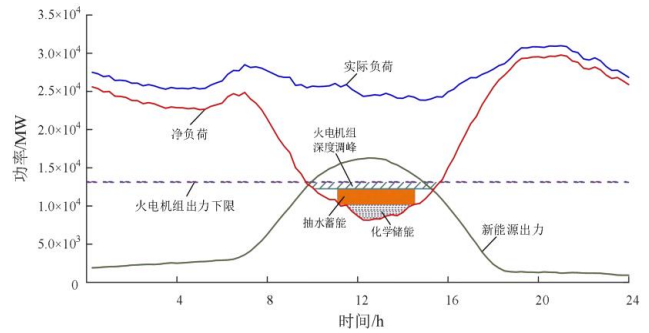
在以新能源为主体的新型电力系统中，新能源的随机性、波动性和不连续性将对消纳能力、电网运行稳定产生影响。随着新能源接入规模扩大和电力体制改革深化，调峰、调频、备用、黑启动等灵活调节能力需求亦日益增长；其中，储能作为灵活调节能力的主要提供主体，市场价值日益显现，应用前景广阔。

图 20：中国的发电能源结构（%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 21：某省级电网的典型日负荷、新能源出力曲线



资料来源：《兼顾碳减排和新能源消纳的火电机组深度调峰与复合储能协调规划》朱健宇等，天风证券研究所

**储能支持政策密集，顶层设计不断完善。**2021 年，国家发改委、国家能源局印发《关于加快推动新型储能发展的指导意见》，明确目标至 2025 年新型储能装机规模突破 3000 万千瓦；之后，相关国家政策陆续出台，分别从市场主体地位、电力交易规则、价格补偿机制、先进技术攻关、引导民间投资等方面鼓励新型储能建设，优化商业化应用条件。

**地方专项政策陆续落地，加速新型储能产业发展。**2023 年第一季度，广东省、山东省、内蒙古自治区、河北省等多地陆续出台储能专项政策，引导产业高质量发展。例如，广东省政府明确目标至 2025 年，全省新型储能产业营收达 6000 亿元，装机规模达 300 万千瓦，并从金融支持、民间投资、优化锂电池产业布局等方面进行具体规划。山东省政府提出提升绿色电力消纳能力，至 2023 年底全省新型储能装机规模超 200 万千瓦。我们认为，近期相关支持政策频发，已形成自上至下、由规划至施行的政策矩阵，新型储能的商业化环境持续优化，有望加速规模化应用。

表 2：近期储能的相关国家政策梳理

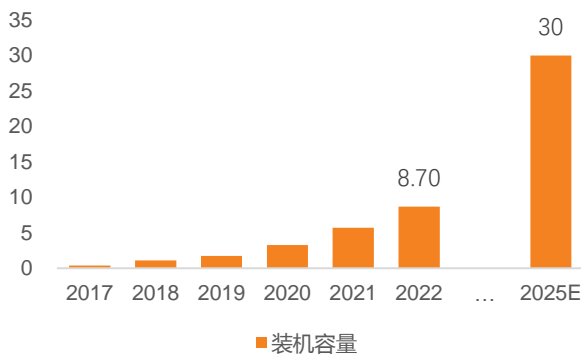
发布时间	政策文件	相关内容
2021.07	《关于加快推动新型储能发展的指导意见》	至 2025 年，新型储能装机规模达 3000 万千瓦以上，新型储能在推动能源领域碳达峰碳中和过程中发挥显著作用
2021.08	《关于鼓励可再生能源发电企业自建或购买调峰能力增加并网规模的通知》	引导市场主体多渠道增加可再生能源并网规模，增加可再生能源并网消纳能力 允许发电企业购买储能或调峰能力增加并网规模，鼓励多渠道增加调峰资源
2022.01	《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》	支持微电网、分布式电源、储能和负荷聚合商等新兴市场主体独立参与电力交易 针对储能和调节性电源建设，提出完善支持储能应用的电价政策，完善支持对储能等调节性电源运行的价格补偿机制
2022.01	《“十四五”新型储能发展实施方案》	到 2025 年，新型储能由商业化初期步入规模化发展阶段 加快推进电力市场体系建设，明确新型储能独立市场主体地位
2022.05	《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》	负荷方面，要深入挖掘需求响应潜力，提高负荷侧对新能源的调节能力 储能方面，要研究储能成本回收机制，推动新型储能快速发展
2022.06	《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》	新型储能可作为独立储能参与电力市场 加快推动独立储能参与电力市场配合电网调峰，加快推动独立储能参与中长期市场和现货市场
2022.11	《电力现货市场基本规则》	推动储能、分布式发电、负荷聚合商、虚拟电厂和新能源微电网等新兴市场主体

	(征求意见稿)	参与交易
2023.01	《关于推动能源电子产业发展的指导意见》	▪ 加强新型储能电池产业化技术攻关，推进先进储能技术及产品规模化应用
2023.03	《关于进一步完善政策环境 加大力度支持民间投资发展的意见》	▪ 鼓励民营企业加大太阳能发电、风电、生物质发电、储能等节能降碳领域的投资力度

资料来源：中国政府网，国家发改委，工信部，国务院办公厅，国家能源局，天风证券研究所

**政策端+市场端双轮驱动，新型储能需求持续旺盛。**截至 2022 年末，中国新型储能累计装机量达 8.70 GW；《2030 年前碳达峰行动方案》提出至 2025 年新型储能装机容量达 30.0 GW 以上，据此预计 2022-2025 年新型储能装机量 CAGR 达 51.1%。据中国化学与物理电源行业协会储能应用分会不完全统计，截至 2023 年 2 月 28 日，国内共有 34 个新型储能项目投运，其中电化学储能项目 33 个，装机容量 1134.2 MW/ 2240.6 MWh；其他新型储能项目 1 个，装机容量 5 MW/ 0.33 MWh。此外，2023 年 1-2 月已有 4 个省份的电化学储能规划拟在建项目规模超 1 GW；考虑到政策目标、新能源发电规模扩大以及年初拟建设储能项目放量等，我们认为 2023-2025 年国内新型储能有望保持高增态势。

图 22：中国新型储能累计装机量 (GW)



资料来源：国家能源局，中商产业研究院，天风证券研究所

图 23：2023 年 1-2 月各省份拟在建电化学储能项目分布 (MW)



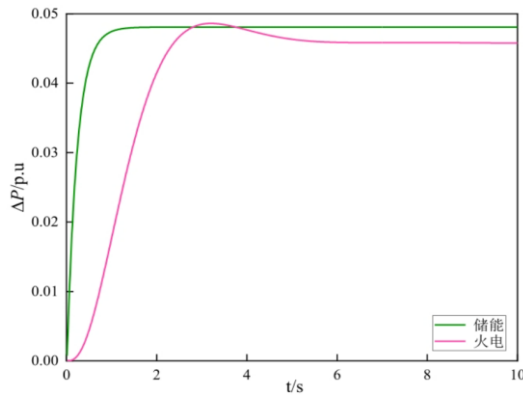
资料来源：CESA 储能应用分会，储能网公众号，天风证券研究所

### 3.2. 储能调频市场价值凸显，电力辅助服务空间可观

**储能调频性能优越，具备需求刚性特征。**储能的应用场景覆盖发电侧、电网侧和用户侧，可具体运用于辅助服务、可再生能源并网等领域；其中，**电网侧是现阶段储能电站经济效益的最直接体现。**在电力辅助服务领域，新型储能的作用包括一次调频、AGC 调频、调峰辅助、黑启动等。**相较于传统机组，储能调频响应速率高，响应速度可达毫米级，且具备很强的定制能力。**根据国家能源局，2019H1 全国电力辅助服务补偿费用 130.31 亿元，其中调频费用为 27.01 亿元，占比 20.73%，已成为电力辅助服务第三大细分市场。

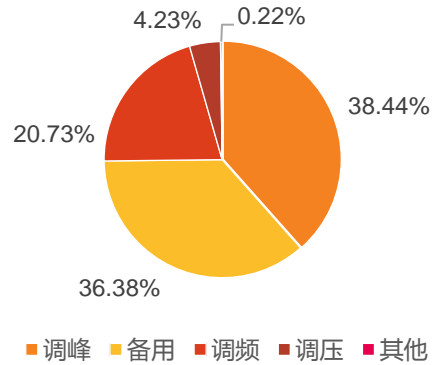
2022 年 5 月，《山西电力一次调频市场交易实施细则（试行）》出台，提出**山西省自 2022 年 7 月 1 日正式开启电力一次调频市场**，并明确新型储能可作为市场主体提供一次调频辅助服务，服务报价范围在 5-10 元/MW；**该细则为全国首个正式发布的支持新型储能参与一次调频有偿服务的政策**，我们认为，此举有利于拓宽新型储能的市场化收益渠道；基于新型储能在调频等领域的性能优势，其电力辅助服务价值将进一步凸显。

图 24：同一阶跃扰动下储能和火电的出力对比



资料来源：《电池储能提高电力系统调频性能分析》王凯丰等，天风证券研究所

图 25：2019H1 中国的电力辅助服务费用结构（%）



资料来源：国家能源局，天风证券研究所

**新型储能应用空间广阔，电力辅助服务市场规模有望超千亿元。**经测算，我们预计至 2025 年包含储能调频调峰在内的电力辅助服务市场规模达 1151 亿元，相关假设如下：

- 全社会用电量：根据中电联数据，2022 年中国全社会用电量为 8.64 万亿千瓦时，预计至 2025 年全社会用电量达 9.5 万亿千瓦时；据此，2022-2025 年 CAGR 为 3.22%；
- 全国平均电价：根据阳光工匠光伏网数据，2021 年全国 32 个省市的售电基准价平均约 0.37 元/千瓦时；鉴于自 2021 年 10 月，我国推行“基准价+上下浮动 20%”的煤电价格形成机制，电价浮动范围扩大，我们假设 2022 年全国平均电价同比上浮 10%，并在之后保持与 2022 年持平。
- 电力辅助服务费占比：根据国家能源局，2021 年辅助服务费约占全社会总电费的 1.5%；根据国际经验，该比例一般在 3% 以上，且随着新能源接入规模扩大而增加。据此，假设 2021-2025 年电力辅助服务费占全社会总电费的比例线性增加至 3.0%。

若进一步假设 2021-2025 年储能调频费用占电力辅助服务费比例维持与 2019H1 同等水平，则经测算得到“十四五”期间的国内储能调频市场空间合计 839 亿元。

表 3：中国的电力服务辅助市场规模测算

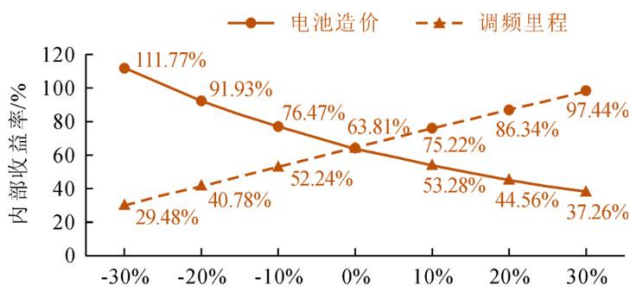
	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全社会用电量（亿千瓦时）	83313	86372	89157	92032	95000
yoy		3.67%	3.22%	3.22%	3.22%
平均上网电价（元/千瓦时）	0.37	0.40	0.40	0.40	0.40
全社会总电费（亿元）	30583	34876	36001	37161	38360
yoy		14.04%	3.22%	3.22%	3.22%
电力辅助服务费占比（%）	1.50%	1.88%	2.25%	2.63%	3.00%
电力辅助服务市场空间（亿元）	459	654	810	975	1151
yoy		42.55%	23.87%	20.43%	17.97%
储能调频市场规模（亿元）	95	136	168	202	239
储能调频费用占比（%）	20.73%	20.73%	20.73%	20.73%	20.73%

资料来源：国家能源局，中电联，阳光工匠光伏网，天风证券研究所

**电池成本进入下行通道，储能调频经济性凸显，盈利空间进一步打开。**根据叶键民等的《南方电网电池储能调频发展机会及效益分析》，电池造价、调频里程是影响电化学储能项目收益的两大敏感性因素；当电池造价下降幅度分别为 10%、20%、30% 时，其测算项目的资本金内部收益率可提升 12.66、28.12、47.96 个百分点。Wind 数据显示，2022 年 11 月至 2023 年 3 月末，碳酸锂/磷酸铁锂价格已由阶段性高点的 56.75/ 17.70 万元/吨，持

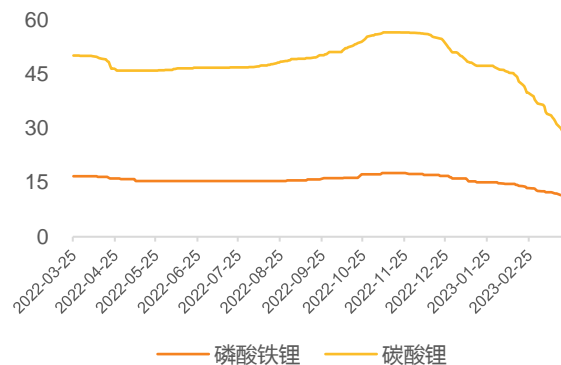
续下降至 27.50/ 11.40 万元/吨，降幅分别为 51.54%/ 35.59%。我们认为，**储能企业有望受益于电池价格下跌，进一步扩大盈利空间。**以万里扬为例，其储能电站为电化学储能方式，采用磷酸铁锂电池，2022H1 储能业务的毛利率为 75.03%；原材料价格下降有助于其降低项目投资成本，进一步提升盈利能力。

图 26：独立电池储能调频敏感性分析



资料来源：《南方电网电池储能调频发展机会及效益分析》叶键民等，天风证券研究所

图 27：中国的碳酸锂（99.5%电）价格走势（万元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.3. 先发布局储能跑马圈地，订单充足打开成长空间

**收购万里扬能源，建立先发优势。**公司于 2022 年 1 月收购浙江万里扬能源科技股份有限公司 51% 股份，布局新型储能新业务。万里扬能源成立于 2019 年，是一家以提供灵活电力调节能力为核心的高科技企业，主要从事储能电站投资和运营、电力市场现货交易、电力安全测试等业务。万里扬能源深耕灵活电力调节领域多年，已形成行业领先的储能电站“价值运营能力”、“电站集成及接入系统”两大核心能力；业务范围覆盖储能电站的投资、设计、集成、建设和运营，助力实现新型储能系统的可靠控制和收益最大化。**作为以新型储能主体参与到辅助市场的先行者，万里扬能源先后于广东、甘肃等省份投运多个发电侧储能电站，且均为当地区域首发项目，在地理位置、客户资源等方面建立起先发优势。**

图 28：万里扬能源的三大业务板块



资料来源：公司公告，万里扬能源公众号，天风证券研究所

图 29：万里扬能源公司的主要财务数据（万元）

项目	2021年度	2022H1
资产	20995.76	19165.55
负债	9826.00	8383.86
净资产	11169.76	10781.69
营业收入	2770.49	3813.28
净利润	707.03	323.49

资料来源：万里扬公告，万里扬 2022 年中报，天风证券研究所

**项目储备丰富，业绩释放在即。**公司重点布局发展电网侧独立储能电站，截至 2022H1 已投运发电侧储能电站装机量约 40 MW，主要为发电厂提供调频服务。**公司已签订投资协议的电网侧独立储能电站装机规模合计为 1000 MW，包括肇庆、海盐、义乌、江山 4 个项目；其中，肇庆项目装机容量约 100 MW，预计于 2023 年 10 月投入运营。此外，子**

公司万里扬能源拟签订《万里扬斗门独立储能项目投资协议》，新增 200 MW/ 400 MWh 独立储能电站建设项目。公司正推动储能业务向全国范围延伸，积极开拓其他省市地区的储能电站项目，推动储备项目总规模超 3000 MW/ 6000 MWh；近期分别与万汇通能源科技有限公司、长江绿色发展投资基金签订战略合作框架协议，拟在新能源储能电站、电力市场运营管理等领域合作，推进电网侧、用户侧储能电站建设等。我们认为，公司储能业务在手订单充足，已签订协议项目或于 2023 年陆续投产运营，有望实现并网并贡献新的业绩增量。

表 4：公司已签订协议的储能项目分布情况（截至 2023.03.26）

项目所在地	形式	应用	装机容量	备注说明
广东省肇庆市	独立储能	电网侧	100 MW/ 200 MWh	已开工建设，预计于 2023 年 10 月投入运营
浙江省义乌市	独立储能	电网侧	300 MW/ 600 MWh	“义乌万里扬苏溪变独立储能项目”进入“浙江省新型储能示范项目”
浙江省海盐县	独立储能	电网侧	300 MW/ 600 MWh	/
浙江省江山市	独立储能	电网侧	300 MW/ 600 MWh	/
广东省珠海市	独立储能	电网侧	200 MW/ 400 MWh	拟签订协议，项目自土地交付日起 12 个月内投产
项目合计	独立储能	电网侧	1200 MW/ 2400 MWh	/

资料来源：万里扬公告，万里扬股份公众号，天风证券研究所

## 4. 盈利预测&投资建议

### 核心假设：

- 乘用车变速器：在各省市出台多项汽车促消费政策等驱动下，中国乘用车市场产销量继续保持稳定增长，且中国品牌汽车的出口销量亦显著增加。在此背景下，公司作为奇瑞汽车的自动变速器主要供应商，配套的多款车型量产后有望带动 CVT 产品销量增加；此外，公司 EV 减速器已取得零跑汽车的配套定点，预计于 2023 年量产上市；给予乘用车变速器业务 2022-2024 年 14.79%的复合年均增长率。
- 商用车变速器：国内商用车市场出现明显复苏，在国六排放标准切换要求下商用车需求有望进一步释放；公司的商用车混动系统已完成 2 家客户的样车搭载，量产上市后有望推动市场份额继续增加；给予商用车变速器业务 2022-2024 年 18.32%的复合年均增长率。
- 新型储能业务：公司的储能项目储备丰富，已签订投资协议的储能电站装机规模合计 1000 MW，其中肇庆项目等有望于 2023 年陆续投入运营；拟签订协议涉及新增装机规模 200 MW，业绩弹性较大；给予储能业务 2023/ 2024 年收入同比增速 41.18%/ 275.00%。

表 5：万里扬的分业务盈利预测（亿元）

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
乘用车变速器	销售收入	38.42	36.47	39.25	45.52	51.72
	yoy		-5.08%	7.61%	15.98%	13.62%
	毛利率	17.09%	15.12%	16.00%	18.00%	19.00%
	毛利	6.56	5.51	6.28	8.19	9.83
商用车变速器	销售收入	19.32	14.49	10.74	13.30	15.04
	yoy		-25.00%	-25.87%	23.83%	13.06%
	毛利率	24.11%	20.63%	20.00%	19.00%	18.00%
	毛利	4.66	2.99	2.15	2.53	2.71

配件及其他	销售收入	2.91	3.79	1.90	2.09	2.19
	yoy		30.29%	-50.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	21.70%	23.25%	24.97%	24.63%	24.02%
	毛利	0.63	0.88	0.47	0.51	0.53
储能业务	销售收入			0.85	1.20	4.50
	yoy				41.18%	275.00%
	毛利率			75.00%	75.00%	75.00%
	毛利			0.64	0.90	3.38
合计	销售收入	60.65	54.75	52.73	62.10	73.44
	yoy		-9.73%	-3.69%	17.77%	18.26%
	毛利率	19.54%	17.14%	18.09%	19.54%	22.38%
	毛利	11.85	9.38	9.54	12.13	16.43

资料来源：Wind，天风证券研究所

**估值分析与投资建议：**

- 汽车零部件业务：根据盈利预测，预计 2023 年公司的汽车零部件板块实现营业收入 60.90 亿元，归母净利润 5.55 亿元；选取涉及汽车变速器业务的双环传动、文灿股份、光洋股份作为可比上市公司，其 2023 年的估值区间位于 22.2x-33.7x。看好下游商业车销量复苏以及公司混动系统等新产品开发、造车新势力客户开拓等，给予汽车零部件业务 2023 年 28 倍 PE，对应市值 155 亿元。
- 新型储能业务：根据盈利预测，预计 2023 年公司的新型储能板块实现营业收入 1.20 亿元，归母净利润 0.63 亿元；选取储能产业链上市公司南网储能、科陆电子、阳光电源、上能电气作为可比公司，其 2023 年的估值区间位于 24.2x-46.8x。鉴于公司在新型储能领域具备先发优势，在手订单充足，未来成长弹性较大，给予新型储能业务 2023 年 35 倍 PE，对应市值 22 亿元。

我们预计公司 2022-2024 年的营业收入为 52.73/ 62.10/ 73.44 亿元，归母净利润 3.68/ 6.18/ 8.92 亿元。看好公司汽车零部件主业困境反转进展，新型储能项目储备充足及业绩增长弹性，2023 年目标市值 178 亿元，对应目标价 13.5 元，维持“买入”评级。

**表 6：汽车零部件业务的可比上市公司及估值（截至 2023.04.04）**

股票代码	股票简称	2023E
002472.SZ	双环传动	27.0
002708.SZ	光洋股份	33.7
603348.SH	文灿股份	22.2
<b>平均值</b>		<b>27.6</b>

资料来源：Wind 一致预期，天风证券研究所

**表 7：新型储能业务的可比上市公司及估值（截至 2023.04.04）**

股票代码	股票简称	2023E
600995.SH	南网储能	24.2
002121.SZ	科陆电子	46.8
300827.SZ	上能电气	36.0
300274.SZ	阳光电源	26.2
<b>平均值</b>		<b>33.3</b>

资料来源：Wind 一致预期，天风证券研究所

## 5. 风险提示

- 1) 主要原材料及零配件的价格波动风险。公司主要原材料为钢材、铝材、生铁等，主要零配件为齿轮、轴、壳体、同步器、钢带、液力变矩器等，其中 CVT 钢带等配件需进口，目前暂无国产品牌可替代，如未来主要原材料或零配件出现供应不及时或价格出现大幅波动，将给公司带来一定的经营风险。
- 2) 客户集中度较高的风险。公司乘用车领域主要与吉利、奇瑞等车企品牌进行深度合作，商用车为国内各大厂商进行配套，若核心客户对公司产品需求有所下滑，将会对公司业绩造成较大的不利影响。
- 3) 进入新业务领域的风险。公司于 2022 年 1 月收购万里扬能源公司 51%股份，新增储能电站、电力市场现货交易等业务，新增业务对公司未来发展的影响存在不确定性，存在一定的经营风险。
- 4) 储能项目投产不及预期的风险。公司储能业务在手订单充沛，但建设成本较高，正式投运前须经并网认证，可能出现项目投运进度不及预期的风险。
- 5) 测算存在一定主观性的风险。报告中关于下游需求空间、公司投资项目建设及投产进度、产品销量等涉及假设，尽管有关假设具备一定的数据资料支撑，但实际情况可能与假设情形存在差异。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,152.66	808.79	2,071.71	2,907.58	4,198.30	<b>营业收入</b>	<b>6,064.88</b>	<b>5,475.01</b>	<b>5,273.11</b>	<b>6,210.16</b>	<b>7,344.26</b>
应收票据及应收账款	2,207.23	2,113.23	1,804.33	1,990.77	2,497.39	营业成本	4,879.61	4,536.53	4,319.30	4,996.81	5,700.88
预付账款	68.80	42.34	74.92	54.12	96.88	营业税金及附加	23.02	25.27	27.07	23.57	29.38
存货	864.80	932.87	616.14	1,269.89	828.24	销售费用	129.49	119.03	138.87	124.20	146.89
其他	849.82	640.71	888.53	726.35	1,064.33	管理费用	120.98	135.62	146.25	124.20	146.89
<b>流动资产合计</b>	<b>5,143.31</b>	<b>4,537.94</b>	<b>5,455.63</b>	<b>6,948.69</b>	<b>8,685.14</b>	研发费用	328.92	349.80	369.12	372.61	440.66
长期股权投资	614.19	552.88	552.88	552.88	552.88	财务费用	48.75	60.24	52.73	62.10	73.44
固定资产	2,644.76	2,591.17	2,216.53	1,841.89	1,467.24	资产/信用减值损失	(51.75)	(1,059.11)	19.21	0.00	0.00
在建工程	395.59	418.57	418.57	418.57	418.57	公允价值变动收益	0.00	(1.13)	(3.97)	0.00	0.00
无形资产	519.82	487.78	366.76	245.74	124.72	投资净收益	38.84	(43.22)	3.50	0.00	0.00
其他	2,263.20	1,414.29	1,343.92	1,370.73	1,354.66	其他	(127.50)	2,095.95	(146.56)	(138.12)	(133.06)
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,437.55</b>	<b>5,464.69</b>	<b>4,898.66</b>	<b>4,429.81</b>	<b>3,918.08</b>	<b>营业利润</b>	<b>674.53</b>	<b>(743.97)</b>	<b>385.09</b>	<b>644.79</b>	<b>939.19</b>
<b>资产总计</b>	<b>11,580.86</b>	<b>10,002.63</b>	<b>10,354.29</b>	<b>11,378.50</b>	<b>12,603.22</b>	营业外收入	0.41	0.02	1.52	0.00	0.00
短期借款	1,531.97	1,756.19	1,550.00	1,496.00	1,478.00	营业外支出	5.44	2.83	2.67	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,756.64	2,286.64	2,593.01	3,007.00	3,407.78	<b>利润总额</b>	<b>669.50</b>	<b>(746.79)</b>	<b>383.94</b>	<b>644.79</b>	<b>939.19</b>
其他	325.01	243.40	262.55	309.06	258.43	所得税	57.60	2.68	15.52	26.41	46.96
<b>流动负债合计</b>	<b>4,613.63</b>	<b>4,286.23</b>	<b>4,405.56</b>	<b>4,812.06</b>	<b>5,144.21</b>	<b>净利润</b>	<b>611.90</b>	<b>(749.47)</b>	<b>368.42</b>	<b>618.38</b>	<b>892.23</b>
长期借款	0.00	95.11	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(5.38)	(1.99)	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>617.28</b>	<b>(747.48)</b>	<b>368.42</b>	<b>618.38</b>	<b>892.23</b>
其他	264.55	261.90	263.23	262.57	262.90	每股收益(元)	0.47	(0.57)	0.28	0.47	0.68
<b>非流动负债合计</b>	<b>264.55</b>	<b>357.01</b>	<b>263.23</b>	<b>262.57</b>	<b>262.90</b>						
<b>负债合计</b>	<b>4,892.52</b>	<b>4,658.15</b>	<b>4,668.79</b>	<b>5,074.63</b>	<b>5,407.11</b>						
少数股东权益	37.58	31.86	31.86	31.86	31.86	<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
股本	1,340.00	1,340.00	1,312.60	1,312.60	1,312.60	<b>成长能力</b>					
资本公积	3,036.01	3,036.01	3,036.01	3,036.01	3,036.01	营业收入	18.92%	-9.73%	-3.69%	17.77%	18.26%
留存收益	2,479.90	1,141.75	1,510.17	2,128.55	3,020.78	营业利润	61.71%	-210.30%	-151.76%	67.44%	45.66%
其他	(205.14)	(205.14)	(205.15)	(205.14)	(205.14)	归属于母公司净利润	54.19%	-221.09%	149.29%	67.85%	44.29%
<b>股东权益合计</b>	<b>6,688.35</b>	<b>5,344.48</b>	<b>5,685.49</b>	<b>6,303.87</b>	<b>7,196.11</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,580.86</b>	<b>10,002.63</b>	<b>10,354.29</b>	<b>11,378.50</b>	<b>12,603.22</b>	毛利率	19.54%	17.14%	18.09%	19.54%	22.38%
						净利率	10.18%	-13.65%	6.99%	9.96%	12.15%
						ROE	9.28%	-14.07%	6.52%	9.86%	12.45%
						ROIC	10.44%	-11.50%	7.99%	16.64%	25.37%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	42.25%	46.57%	45.09%	44.60%	42.90%
						净负债率	6.49%	20.49%	-8.23%	-21.55%	-37.06%
						流动比率	1.11	1.06	1.24	1.44	1.69
						速动比率	0.92	0.84	1.10	1.18	1.53
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	2.87	2.53	2.69	3.27	3.27
						存货周转率	7.74	6.09	6.81	6.59	7.00
						总资产周转率	0.54	0.51	0.52	0.57	0.61
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.47	-0.57	0.28	0.47	0.68
						每股经营现金流	0.67	0.11	1.27	0.71	1.06
						每股净资产	5.07	4.05	4.31	4.78	5.46
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	19.52	-16.12	32.71	19.49	13.51
						市净率	1.81	2.27	2.13	1.92	1.68
						EV/EBITDA	8.00	9.36	13.64	8.99	6.01
						EV/EBIT	11.85	12.30	38.48	16.82	9.40

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com