

林洋能源（601222）深度研究报告

光伏布局持续完善，储能放量助力成长

- ❖ **公司深耕智慧能源领域二十余载，聚焦智能、储能和新能源三大业务板块。**2022Q1-3 公司实现营收 36.02 亿元，同比减少 12.65%；实现归母净利润 7.34 亿元，同比减少 13.21%。公司业绩短期承压主要系受到上游原材料价格波动等因素影响，光伏 EPC 业务放缓。随着智能电表业务国内外订单逐步释放、储能业务放量以及 TOPCon 项目落地，公司有望迎来新的成长期。
- ❖ **智能电表是公司传统优势业务，国内外双重助力下稳健发展。**2022 年，公司智能板块在国网和南网招标的中标金额分别为 8.56/3.14 亿元，同比增长 30.3%/15.2%。国内更新周期已至，公司产品竞争力处于行业前列，预计未来市场份额稳中有升。海外方面，公司持续拓展海外电表业务，产品主要销往欧洲、亚太、中东等 30 多个国家和地区。国内外双重助力下，智能电表业务有望迎来稳健增长。
- ❖ **自持电站盈利能力优秀，光伏 EPC 业务有望迎来快速增长。**截至 2022 年 6 月底，公司自持电站规模 1.4GW，储备光伏项目超 6GW，光伏运维规模近 5GW。随着组件价格逐步回落，光伏电站项目收益率提升，前期被压制的光伏装机需求有望加速释放，预计 2023 年公司光伏 EPC 业务将迎来快速增长。
- ❖ **回归光伏制造，布局 TOPCon 享受技术迭代红利。**光伏制造方面，公司计划在南通投建 20GW TOPCon 光伏电池生产基地，一期 12GW、二期 8GW 项目，投资总额 100 亿元，项目建设期为 3 年。预计一期第一阶段 6GW 生产线在 2023 年 7 月竣工投产，第二阶段 6GW 生产线于 2024 年 3 月投产，5 月达成 12GW 生产能力。公司 TOPCon 环节积累深厚，有望充分享受新技术红利期带来的超额利润。
- ❖ **储能业务订单充沛，受益于行业发展乘风而起。**公司储能业务上中下游全面布局，上游与亿纬动力合资成立亿纬林洋（公司持股 35%）建设年产 10GWh 储能电芯产线；中游储能系统集成领域，成立合资公司林洋亿纬（公司持股 85%），同时成立下属公司林洋能源装备规划建设 6GWh 储能 PACK 及直流侧系统项目；公司与下游客户紧密合作，储备了良好的客户资源，并率先推出了集中式共享储能商业模式。2022 年 6 月底，公司储备储能项目资源超 4GWh，计划未来 3 年建设不低于 5GWh 储能项目。
- ❖ **投资建议：**公司光伏产业链布局不断完善，回归光伏制造助力成长，储能业务受益于行业快速发展放量在即，业绩有望迎来新的成长期。我们预计公司 2022-2024 公司归母净利润分别为 8.16/11.42/15.84 亿元，当前市值对应 PE 分别为 20/14/10 倍。参考可比公司估值，给予 2023 年 20x PE，对应目标价 11.09 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**光伏需求不及预期、硅料产能释放不及预期、公司产能释放不及预期、竞争加剧风险、相关测算具有一定主观性等。

主要财务指标

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 主营收入(百万) | 5,297 | 5,007 | 10,153 | 16,303 |
| 同比增速(%) | -8.7% | -5.5% | 102.8% | 60.6% |
| 归母净利润(百万) | 930 | 816 | 1,142 | 1,584 |
| 同比增速(%) | -6.7% | -12.3% | 40.0% | 38.6% |
| 每股盈利(元) | 0.45 | 0.40 | 0.55 | 0.77 |
| 市盈率(倍) | 17 | 20 | 14 | 10 |
| 市净率(倍) | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 17 日收盘价

推荐（首次）

目标价：11.09 元

当前价：7.80 元

华创证券研究所

证券分析师：黄麟

邮箱：huanglin1@hcyjs.com

执业编号：S0360522080001

证券分析师：盛炜

邮箱：shengwei@hcyjs.com

执业编号：S0360522100003

公司基本数据

| | |
|--------------|------------|
| 总股本(万股) | 206,016.92 |
| 已上市流通股(万股) | 206,016.92 |
| 总市值(亿元) | 160.69 |
| 流通市值(亿元) | 160.69 |
| 资产负债率(%) | 27.66 |
| 每股净资产(元) | 7.22 |
| 12 个月内最高/最低价 | 10.35/6.21 |

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

本报告从公司三大业务板块出发，对公司业绩改善的驱动因素进行了分析。**1) 智能电表业务**，分别对国内外需求情况进行了判断，双重驱动下公司电表业务有望迎稳健增长。**2) 光伏电站及 EPC 业务**，分析了公司光伏电站业务盈利能力领先的原因，并对组件价格下降光伏电站收益率改善程度进行了敏感性测算，预计 2023 年公司光伏 EPC 业务将迎来快速增长。**3) TOPCon 业务**，对 TOPCon 电池性能优势、溢价和成本进行了分析，由此预计公司将享受新技术的溢价红利，迎来快速增长。**4) 储能业务**，分析了公司储能业务全面布局的优势，行业内具有前瞻性，公司储能业务放量在即。

投资逻辑

(1) 智能电表业务：考虑到国内进入新一轮替换周期以及电网基础设施智能化改造的推进，预计公司国内电表业务将迎来量利齐升。海外方面，公司积极扩展电表市场，订单将持续释放。国内外双重助力下，公司智能电表业务有望稳步增长。

(2) 光伏电站及 EPC 业务：公司自持光伏电站规模 1.4GW，储备光伏项目超 6GW，光伏运维规模近 5GW。随着 2023 年组件价格逐步回落，光伏电站项目收益率将较 2022 年明显改善，前期被压制的光伏装机需求有望加速释放，预计公司光伏 EPC 业务将迎来快速增长。

(3) TOPCon 业务：光伏制造方面，公司南通 20GW TOPCon 光伏电池项目，一期 12GW、二期 8GW 项目，其中一期第一阶段 6GW 生产线预计在 2023 年 7 月竣工投产，第二阶段 6GW 生产线预计于 2024 年 3 月投产，5 月达成 12GW 生产能力。从国内招标情况看，TOPCon 组件相较于 PERC 组件溢价约 0.1 元/W，公司 TOPCon 积累深厚，有望充分享受新技术红利期带来的超额利润。

(4) 储能业务：公司把握行业发展机遇，前瞻性布局电芯、PACK、系统集成等环节，同时公司与下游客户紧密合作，储备了良好的客户资源，并率先推出了集中式共享储能商业模式。2022 年 6 月底，公司储备储能项目资源超 4GWh，计划未来 3 年建设不低于 5GWh 储能项目。受益于储能行业高景气，公司储能业务将迎来快速发展，有望为公司贡献新的利润增长点。

关键假设、估值与盈利预测

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 50.07/101.53/163.03 亿元，同比变动 -5.5%/+102.8%/60.6%，综合毛利率为 32.2%/24.2%/22.2%，归母净利润分别为 8.16/11.42/15.84 亿元，同比变动 -12.3%/+40.0%/+38.6%。

本报告采用可比公司相对估值法，选取隆基绿能、阳光电源、正泰电器、晶科科技作为可比公司。

我们认为公司光伏产业链布局不断完善，回归光伏制造助力成长，储能业务受益于行业快速发展放量在即，业绩有望迎来新的成长期。参考可比公司估值，给予 2023 年 20x PE，对应目标价 11.09 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

| | |
|----------------------------------------|-----------|
| 一、深耕新能源行业多年，三大业务板块齐头并进 | 6 |
| （一）智能电表业务起家，积极推进光伏和储能业务 | 6 |
| （二）股权结构稳定集中，员工持股激发公司活力 | 7 |
| （三）经营业绩整体稳健，控费能力优秀 | 8 |
| 二、智能电表：国内有望量价齐升，海外市场空间广阔 | 10 |
| （一）国内更新周期已至，招标需求有望释放 | 10 |
| （二）国外市场空间广阔，公司积极布局海外电表市场 | 13 |
| （三）国内外双重助力，未来营收有望稳步增长 | 14 |
| 三、新能源：电站业务稳健发展，布局 TOPCon 制造助力成长 | 15 |
| （一）自持电站以中东部地区为主，盈利能力领先于同业 | 15 |
| （二）光伏装机需求高增，EPC 业务有望快速发展 | 16 |
| （三）布局 TOPCon 制造，注入新的成长动力 | 18 |
| 1、P 型效率接近极限，TOPCon 引领 N 型技术迭代 | 18 |
| 2、拟投建 20GW TOPCon 电池产能，进一步拓展产业链布局 | 20 |
| 四、储能：产业链布局全面，储能业务放量在即 | 21 |
| （一）储能行业高景气，装机规模快速增长 | 21 |
| （二）上中下游全面布局，订单充足放量在即 | 23 |
| 1、完善储能产业链布局，上下游紧密合作 | 23 |
| 2、在手订单充足，储能业务有望贡献新增量 | 24 |
| （三）氢能发展空间广阔，公司积极拓展“新能源+制氢”领域 | 25 |
| 五、盈利预测与相对估值 | 26 |
| （一）关键假设与盈利预测 | 26 |
| （二）相对估值与投资建议 | 27 |
| 六、风险提示 | 27 |

图表目录

| | | |
|-------|----------------------------------------|----|
| 图表 1 | 公司智能电表业务起家，目前已形成智能、储能和新能源三大发展主线 | 6 |
| 图表 2 | 公司智能、储能、新能源产品矩阵丰富 | 7 |
| 图表 3 | 公司股权结构稳定集中 | 7 |
| 图表 4 | 公司 2022 年员工持股计划锁定期 | 8 |
| 图表 5 | 2022Q1-3 公司实现营收 36.02 亿元，同比减少 12.65% | 8 |
| 图表 6 | 2022Q1-3 公司实现归母净利润 7.34 亿元，同比减少 13.21% | 8 |
| 图表 7 | 2022H1 公司电表、光伏发电和 EPC 业务合计占营收比例达 89% | 9 |
| 图表 8 | 2022H1 公司境内营业收入占比为 84% | 9 |
| 图表 9 | 公司综合毛利率和净利率稳中有升 | 9 |
| 图表 10 | 细分业务毛利率相对稳定 | 9 |
| 图表 11 | 公司期间费用率整体呈下降趋势 | 10 |
| 图表 12 | 公司坚持研发投入（亿元） | 10 |
| 图表 13 | 公司智能电表产品矩阵丰富 | 11 |
| 图表 14 | 2013-2022 年国网累计招标电表 6.7 亿只 | 11 |
| 图表 15 | 国网与南网的售电比例约为 4 倍左右 | 11 |
| 图表 16 | 国网电表中标单价呈上升趋势（元/台） | 12 |
| 图表 17 | 国网电表采购中标金额（亿元） | 12 |
| 图表 18 | 国网 2022 年第一批电表采购公司中标金额占比 2.8% | 12 |
| 图表 19 | 国网采购中公司电表中标金额占比约 3%（亿元） | 12 |
| 图表 20 | 2022 年南网电表采购中公司电表中标金额占比约 8%（亿元） | 13 |
| 图表 21 | 公司持续深化出口战略，智能电表出口业务进展顺利 | 13 |
| 图表 22 | 公司境外营收占电表业务营收比例呈上升趋势 | 14 |
| 图表 23 | 2022H1 电表业务营收 9.6 亿元，同比+0.7% | 14 |
| 图表 24 | 公司电表业务毛利率维持在 25%-30%之间 | 14 |
| 图表 25 | 公司自持电站集中在中东部地区（MW） | 15 |
| 图表 26 | 公司自持电站发电量整体稳定（亿千瓦时） | 15 |
| 图表 27 | 2022Q1-3 公司自持电站的平均上网电价为 0.76 元/KWh（含税） | 15 |
| 图表 28 | 公司光伏发电业务毛利率行业领先 | 15 |
| 图表 29 | 我国光伏电站初始投资成本不断下降（元/W） | 16 |
| 图表 30 | 2023 年 1-2 月国内新增光伏装机 20.37GW，同比增长 88% | 16 |
| 图表 31 | 国内当年累计新增光伏装机规模不断提升（GW） | 16 |
| 图表 32 | 组件价格下降，电站收益率的敏感性测算 | 17 |
| 图表 33 | 预计 23 年国内新增光伏装机达 120-130GW | 17 |

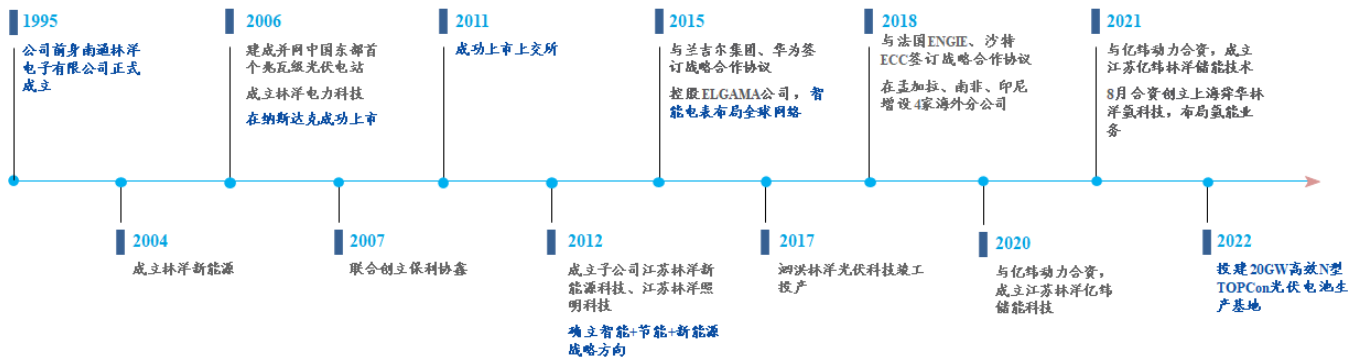
| | | |
|-------|------------------------------------------|----|
| 图表 34 | 2022H1 公司光伏 EPC 营收 3.76 亿元，同比-56.5%..... | 17 |
| 图表 35 | 2018-2021 年公司 EPC 业务开发情况..... | 17 |
| 图表 36 | 公司 EPC 业务毛利率行业领先..... | 18 |
| 图表 37 | TOPCon 电池结构图..... | 18 |
| 图表 38 | TOPCon 电池渗透率将逐渐提升..... | 18 |
| 图表 39 | N 型电池转换效率高于 PERC 电池..... | 19 |
| 图表 40 | TOPCon 设备投资逐渐下降（亿元/GW）..... | 19 |
| 图表 41 | 预计 2023 年底 TOPCon 电池名义产能将达 477GW..... | 19 |
| 图表 42 | 国内招标中 TOPCon 组件较 PERC 组件溢价约 0.1 元/W..... | 20 |
| 图表 43 | 公司较早布局 N 型技术，积淀深厚引领技术迭代..... | 21 |
| 图表 44 | 公司拟投资 100 亿元建设 20GW TOPCon 项目..... | 21 |
| 图表 45 | 2022 年以来储能支持政策密集发布..... | 22 |
| 图表 46 | 各省陆续推出风光项目配置储能政策..... | 22 |
| 图表 47 | 22 年我国电化学储能新增装机约 5.93GW，同比+165%..... | 23 |
| 图表 48 | 预计 2025 年我国电化学储能累计装机规模达 55.9GW..... | 23 |
| 图表 49 | 公司积极布局储能全产业链..... | 24 |
| 图表 50 | 截至 2022 年 6 月末，公司储能项目储备资源达 4GWh 以上..... | 24 |
| 图表 51 | 2022 年以来公司储能业务取得的订单..... | 25 |
| 图表 52 | 全球氢需求在 2030 有望达到 1.15 亿吨..... | 25 |
| 图表 53 | 电解槽制氢规模预计在 2030 年达到 200GW..... | 25 |
| 图表 54 | 分业务收入及毛利率预测..... | 26 |
| 图表 55 | 2022-2024 年可比公司的平均 PE 为 31/20/16 倍..... | 27 |

一、深耕新能源行业多年，三大业务板块齐头并进

（一）智能电表业务起家，积极推进光伏和储能业务

公司是智能能源领域领军企业之一，聚焦智能、储能和新能源三大业务板块。林洋能源成立于1995年，前身为南通林洋电子有限公司，初期主营智能电表业务。2011年，公司成功上市上交所，并于2012年转型变革，确立“智能+节能+新能源”战略方向。2015年，公司正式更名为林洋能源，目前已形成“智能、储能、新能源”三大发展主线。

图表 1 公司智能电表业务起家，目前已形成智能、储能和新能源三大发展主线



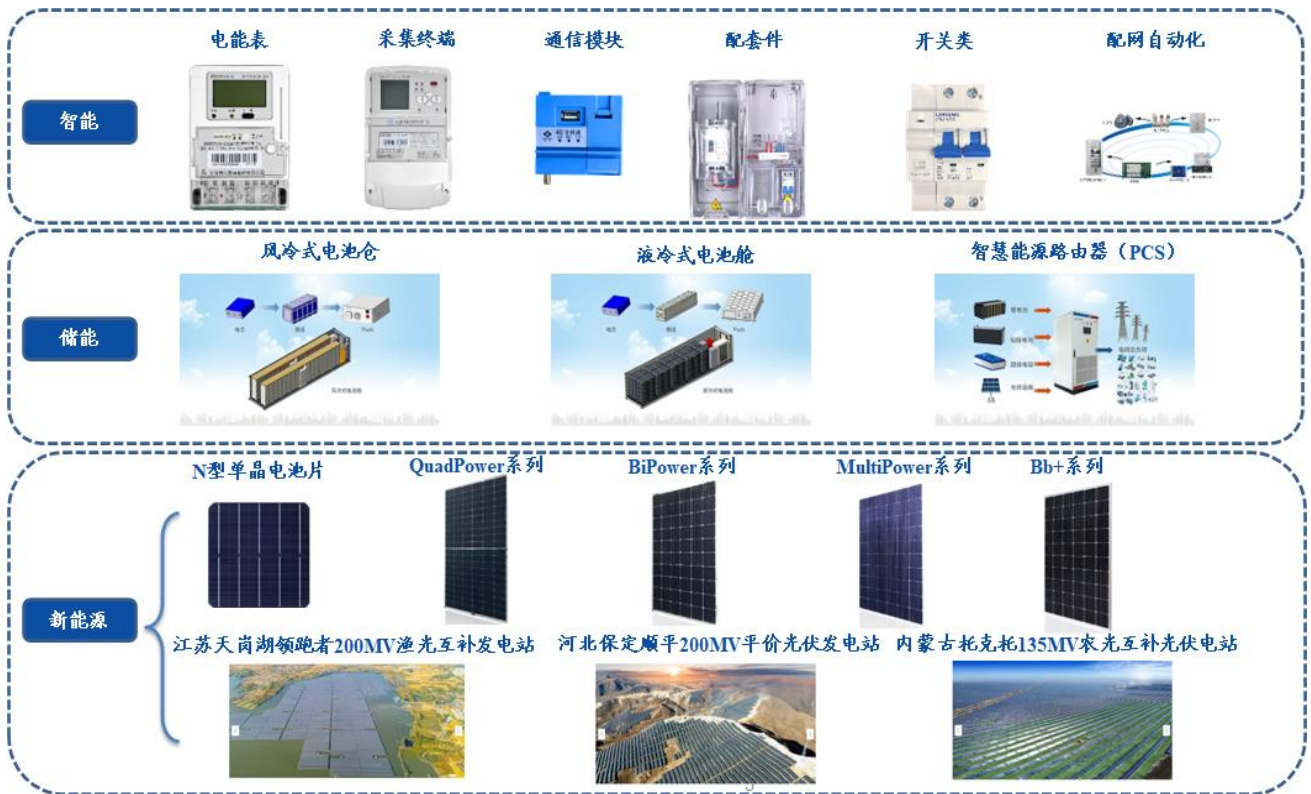
资料来源：公司官网，公司公众号，公司公告，华创证券

（1）智能板块：公司的传统优势业务，主要产品覆盖智能电表、用电信息采集终端等，经营模式主要包括参加国网、南网、地方电力公司以及海外各国电力公司集中招标等。公司自成立之初便经营电表业务，目前稳居国内第一梯队，据公司已披露数据，2022年公司电能表（含用电信息采集）国网和南网的合计中标金额达11.7亿元左右，同比增长25.8%。2015年，公司控股ELGAMA公司，开始在全球范围内布局智能电表业务，产品销往欧洲、中东、东亚、东南亚、非洲、南美洲等30多个国家和地区。国内和海外市场的双重助力下，公司电表业务发展稳健。

（2）储能板块：未来的增量业务之一，主要产品包括电化学储能产品及系统集成解决方案。公司把握储能行业发展机遇，深化储能产业链合作。2020年，公司与亿纬动力在储能系统集成领域成立江苏林洋亿纬储能科技有限公司；2021年，双方合资成立江苏亿纬林洋储能技术有限公司，建设年产10GWh磷酸铁锂电池项目。截至2022年6月末，公司累计储备储能项目资源超4GWh。

（3）新能源板块：主营业务包括电站运营、电站EPC、TOPCon电池制造。截至2022年6月底，公司自持电站1.44GW，主要集中在江苏、安徽、山东、河北、内蒙古呼和浩特地区；公司储备光伏项目超6GW；光伏运维规模近5GW。光伏制造方面，2022年12月，公司宣布在南通投建20GW TOPCon光伏电池生产基地，一期12GW、二期8GW项目，其中一期第一阶段6GW生产线预计在2023年7月竣工投产，第二阶段6GW生产线预计于2024年3月投产，5月达成12GW生产能力。

图表 2 公司智能、储能、新能源产品矩阵丰富

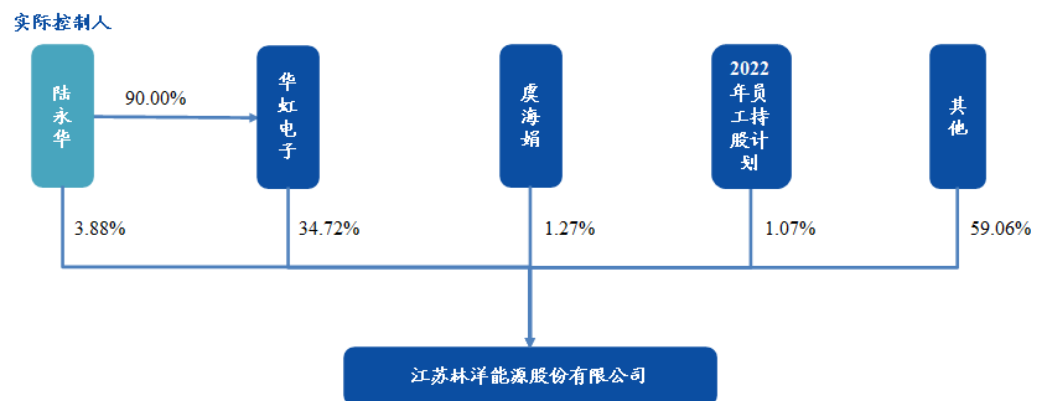


资料来源：公司官网，公司公众号，华创证券整理

(二) 股权结构稳定集中，员工持股激发公司活力

公司股权结构稳定集中，实际控制人陆永华直接和间接合计持有 35.13%的股份。截至 2022 年三季度末，公司的控股股东为启东市华虹电子有限公司，持有公司 34.72%的股份；公司实际控制人为陆永华先生，直接持有公司 3.88%的股份，并通过华虹电子间接持股 31.25%，直接和间接合计持有公司 35.13%的股份。公司股权结构稳定且集中，有利于长期稳健经营。

图表 3 公司股权结构稳定集中



资料来源：公司公告，iFinD，华创证券（截至 2022 年 9 月 30 日）

推进员工持股计划，激发员工积极性。2019年2月14日，公司完成回购，实际回购2196万股，回购均价4.58元/股，用于员工持股计划。2022年1月27日，公司发布《2022年员工持股计划》，拟以5.5元/股的价格，发放2196万股。参加本次员工持股计划的人数共计103人，其中董监高10人，拟持有734万股，占本次计划总份额的33%；公司核心技术/业务人员93人，拟持有1462万股，占本次计划总份额的67%，公司将根据绩效考核相关制度对个人进行绩效考核，并确定最终解锁数量。公司推进员工持股计划，将业绩与核心骨干个人利益挂钩，有望充分调动员工积极性，助力公司健康可持续发展。

图表 4 公司 2022 年员工持股计划锁定期

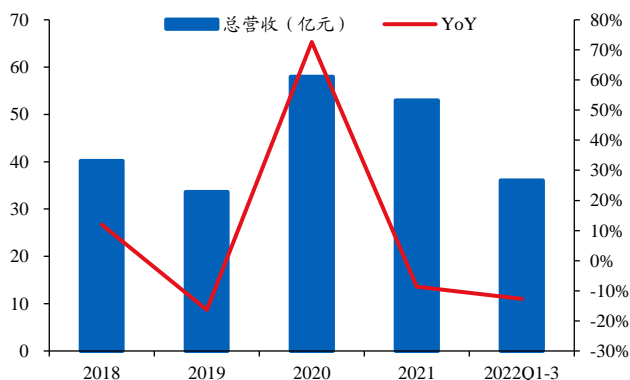
| | 解锁时点 | 解锁比例 |
|--------------|--------------------------------------|------|
| 2022 年员工持股计划 | 自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起算满 12 个月 | 40% |
| | 自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起算满 24 个月 | 30% |
| | 自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起算满 36 个月 | 30% |

资料来源：公司公告，华创证券

（三）经营业绩整体稳健，控费能力优秀

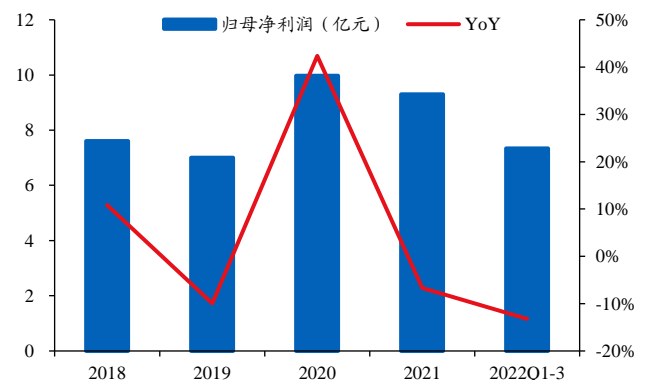
公司经营整体稳健，受疫情及原材料价格影响业绩短期承压。2021年，公司实现营业收入52.97亿元，同比减少8.66%，2018-2021年CAGR达9.66%；2022Q1-3公司实现营收36.02亿元，同比减少12.65%。2021年，公司实现归母净利润9.30亿元，同比减少6.69%，2018-2021年CAGR达6.95%；2022Q1-3实现归母净利润7.34亿元，同比减少13.21%。近两年公司业绩出现下滑，主要系光伏上游硅料价格持续上涨以及疫情等因素的影响。随着2023年新增硅料产能的释放以及疫情的好转，公司光伏EPC业务有望迎来修复，带动业绩提升。

图表 5 2022Q1-3 公司实现营收 36.02 亿元，同比减少 12.65%



资料来源：iFinD，华创证券

图表 6 2022Q1-3 公司实现归母净利润 7.34 亿元，同比减少 13.21%

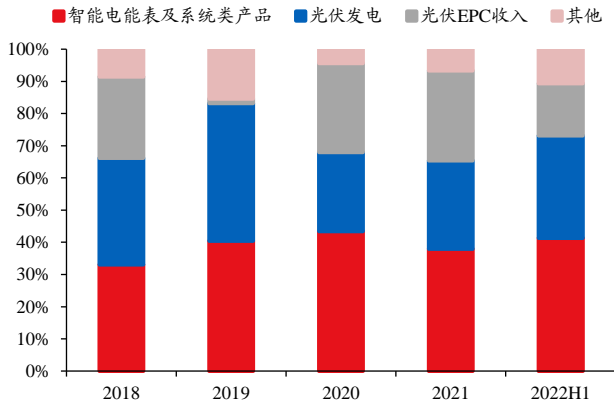


资料来源：iFinD，华创证券

近年来公司业务聚焦国内，电表、光伏发电和光伏 EPC 业务是主要的收入来源。从分地区的营收占比来看，2018-2022H1 公司境内营收占比均在 80%以上。从分业务的营收占比来看，2022H1 公司智能电表、光伏发电、光伏 EPC 业务营业收入占比分别为 41.37%/31.81%/16.21%，同比分别变动+6.18/+3.71/-15.71pct，合计占公司总营收的 89.39%。

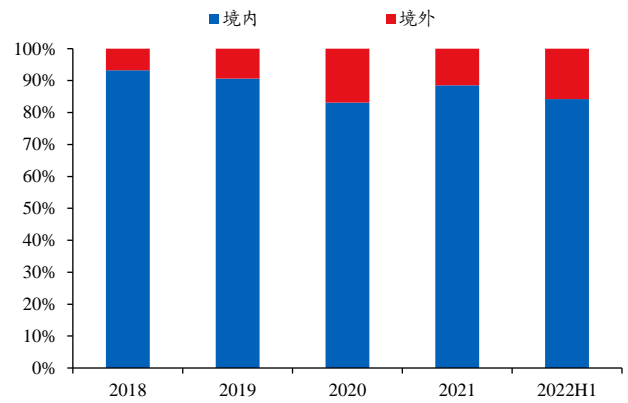
随着储能项目和 TOPCon 电池项目的落地，未来公司储能业务和 TOPCon 电池业务营收占比有望逐渐提升。

图表 7 2022H1 公司电表、光伏发电和 EPC 业务合计占营收比例达 89%



资料来源：iFinD，华创证券

图表 8 2022H1 公司境内营业收入占比为 84%

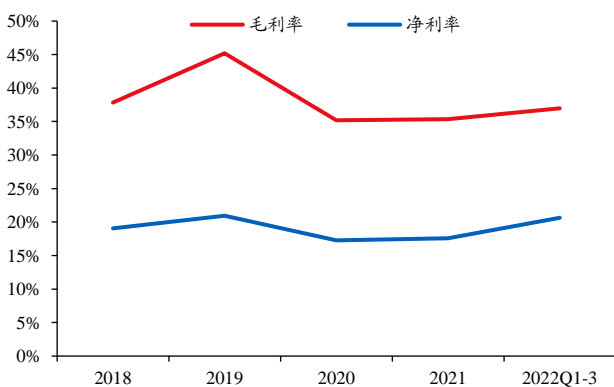


资料来源：iFinD，华创证券

盈利能力稳中有升，整体保持较高水平。2022Q1-3 公司综合毛利率与净利率分别为 36.98%/20.63%，同比分别提升 0.65 pct/0.10 pct。公司盈利水平在疫情扰动以及上游原材料价格大幅上涨的背景下，毛利率和净利率未出现下滑，仍能维持较高水平，体现了公司产业链协同优势和优秀的成本控制能力。

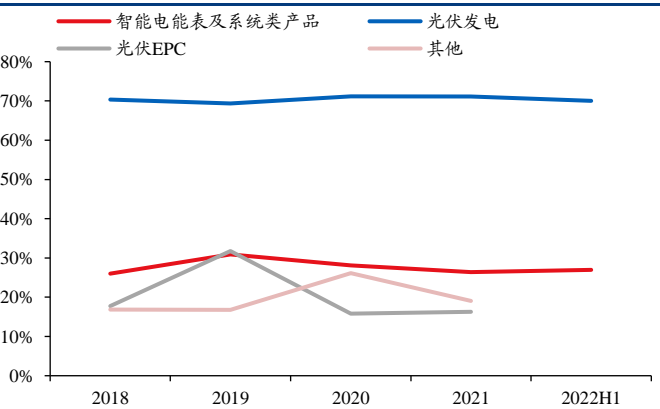
光伏发电毛利率维持高位，光伏 EPC 和电表业务毛利率整体稳定。2021 年公司智能电表、光伏发电、光伏 EPC 的毛利率分别为 26.38%/71.13%/16.28%，同比分别变动-1.72 /0.00/+0.47pct。据公司 2022 年半年报公开业绩交流，2022H1 智能表及系统类产品整体毛利率 27%左右，光伏发电业务毛利率 70%左右。

图表 9 公司综合毛利率和净利率稳中有升



资料来源：iFinD，华创证券

图表 10 细分业务毛利率相对稳定

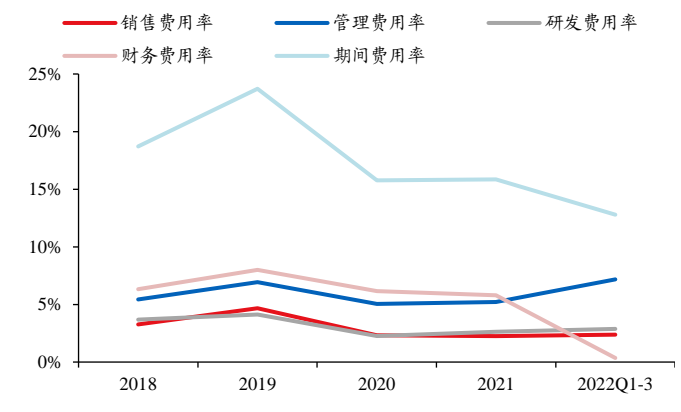


资料来源：iFinD，2022 年半年报公开业绩交流，华创证券

公司控费能力优秀，财务费用下降明显。2022Q1-3 公司期间费用率为 12.79%，同比下降 1.64pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率及财务费用率分别为 2.38%/7.17%/2.89%/0.35%，同比变动+0.59/+2.89/+0.44pct/-5.56 pct。管理费用率同比提升主要系计提员工持股计划的股权激励费用所致；财务费用降幅明显，主要系 2022Q1-3 人民币贬值，汇兑收益增加及转债完成后负债利息支出减少所致。

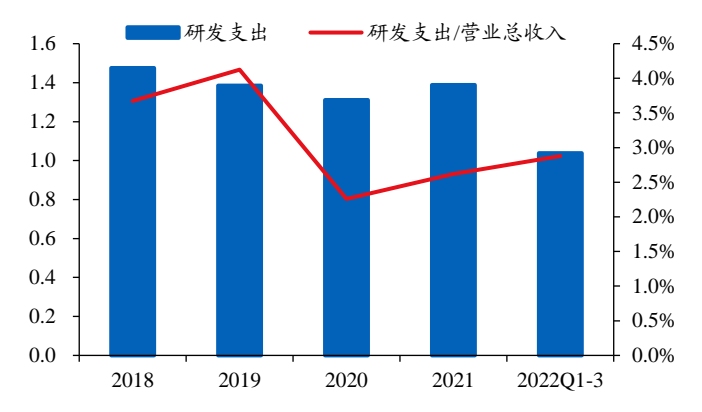
坚持研发投入，提高市场竞争力。2022Q1-3 公司研发支出为 1.04 亿元，同比增长 3.20%，研发支出占总营收的比例为 2.88%，同比提高 0.44pct。截至 2023 年 1 月底，公司共获得专利 246 项，其中发明专利 86 项。公司技术实力雄厚，秉承“以科技带动效益、以创新增强竞争力”的研发理念，在各业务板块均保持较高的技术研发投入与支持。

图表 11 公司期间费用率整体呈下降趋势



资料来源：iFinD，华创证券（管理费用率不含研发）

图表 12 公司坚持研发投入（亿元）



资料来源：iFinD，华创证券

二、智能电表：国内有望量价齐升，海外市场空间广阔

（一）国内更新周期已至，招标需求有望释放

智能电表新标准发布，新一轮替换周期已至。智能电表相比于老式电表具有计量精度高、智能付费、电量记忆、抄表时间冻结、余额报警等多个方面的优势，能有效解决传统人工抄表的低效和不确定性的问题。2020 年 8 月，国家电网发布了智能电表的 2020 版标准，新版本的智能电表取消了不带通信模块的类型，并在内容显示、事件记录等产品功能上进一步提出优化要求。不符合新标准的存量电表预计将逐渐被淘汰，国内电表有望进入新一轮的替换周期。

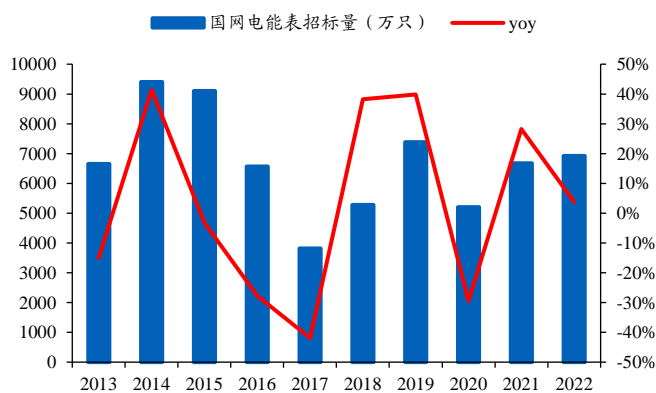
公司智能电表产品矩阵完善，积极把握电网智能化改造机遇。公司智能电表产品种类丰富，包含单项费控智能电能表、直流智能电能表、单项导轨表、三相费控智能电能表、三项四线数字化电能表等。公司的智能电表功能齐全，采用先进微电子技术和 SMT 工艺设计制造，产品具备计量、费控、显示、冻结、事件记录、红外等功能。十四五规划纲要提出“加快电网基础设施智能化改造和智能微电网建设”，智能电表作为智能电网的基础，预计未来一段时间内将持续受益于电网投资的增长。公司针对国内市场需求开发多款智能电表产品，积极把握电网基础设施智能化改造的发展机遇。

图表 13 公司智能电表产品矩阵丰富

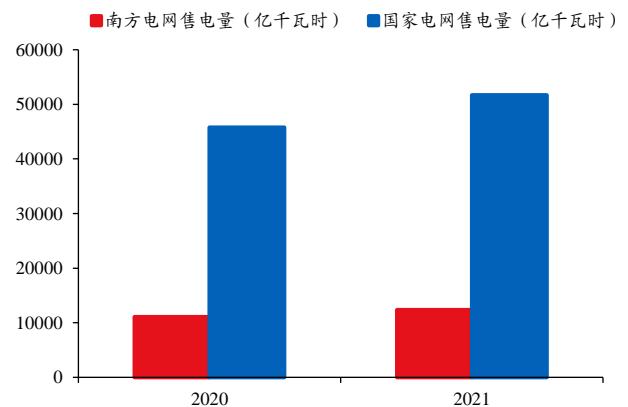

资料来源：公司官网

受疫情扰动的影 响，2022 年国内电表招标量增速较低。根据电力喵数据，2021 年国网两次公开电表招标总量达 6674 万只，同比增长 28.2%；2022 年国网三次（含新增批次）公开电表招标总量达 6926 万只，同比增长 3.8%。在疫情的扰动下，电表安装进度放缓，2022 年整体招标量增速较低。

国内招标体量相对稳定，预计未来每年需求量有望超 8000 万只。根据电力喵和北极星输配电网数据，2013-2022 年，国网电表招标总量达 6.7 亿只，我们预计国网存量电表目前约有 6-7 亿只。从历史情况来看，国网售电量约是南网的 4 倍，按照售电量比例推算，预计南网存量电表约 1.5-1.8 亿只，国网和南网的存量电表合计约 8-9 亿只。智能电表寿命约 8-10 年，假设现有存量电表替换速度均匀且替换周期为 10 年，预计未来每年存量替换需求 8000 万只左右。考虑我国发电量每年小幅提升（2017-2022 年 CAGR 为 5.7%），以及智能电网的建设和改造需求，预计未来每年国内智能电表的招标量将超 8000 万只。

图表 14 2013-2022 年国网累计招标电表 6.7 亿只


资料来源：电力喵，北极星输配电网，华创证券

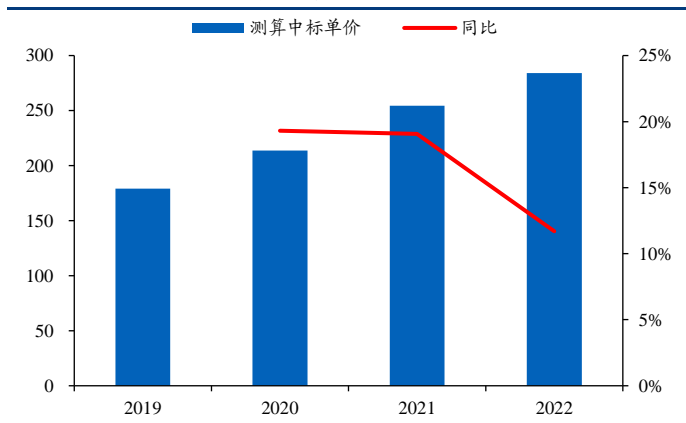
图表 15 国网与南网的售电比例约为 4 倍左右


资料来源：国家电网公司公告，南方电网报，华创证券

新标准下单个智能电表价值量明显提高，带动 2022 年的中标金额实现增长。新一代智能电表取消了不带通信模块、电池不可换的表型，新增通信、遥控、储存等功能，单表价

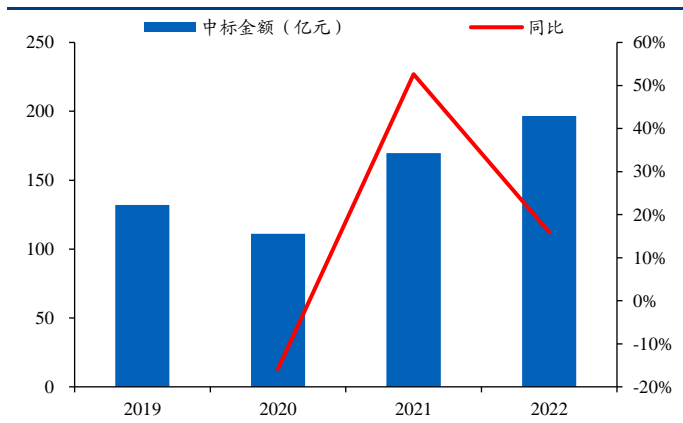
格明显提高。据电力喵数据测算，单只电表中标价格已从 2019 年的 179 元/只左右涨至 2022 年的 284 元/只左右，三年涨幅达 58.7%。考虑到智能电网的建设加速，下一代物联网电表将搭载更多功能，我们预计未来几年单只电表的价值量还将进一步提升。从国网电表整体中标情况来看，2021/2022 年中标金额分别为 169.7/196.7 亿元，同比 +52.6%/15.9%。在 2022 年招标量不及预期的背景下，单只电表的价值量提升，带动整体中标金额实现一定幅度增长，我们预计 2023 年招标量恢复后，中标金额整体规模有望迎来快速增长。

图表 16 国网电表中标单价呈上升趋势（元/台）



资料来源：电力喵、华创证券测算

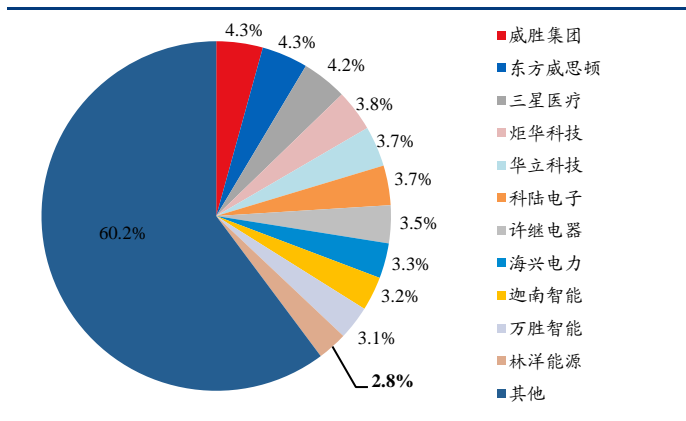
图表 17 国网电表采购中标金额（亿元）



资料来源：电力喵、华创证券

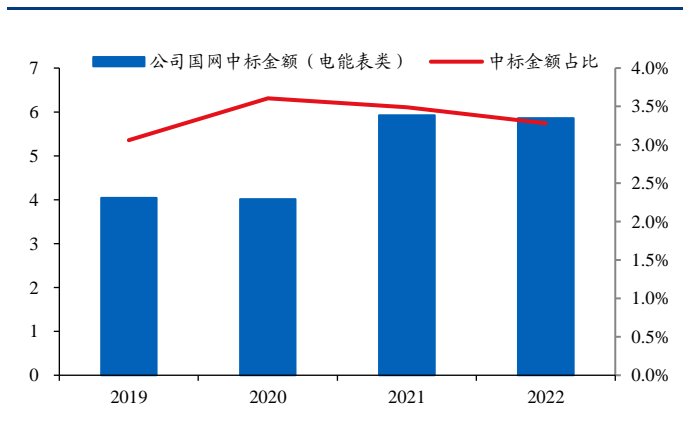
公司国南网电表招标份额基本稳定，稳居国内第一梯队。据电力喵数据，国网电表公开采购中，头部公司中标比例通常在 3%-5% 左右。2019-2022 年，公司在国网、南网的电表中标金额占比分别维持在 3%、8% 左右。随着新一代智能电表技术标准的提高，市场份额或将向头部企业集中，公司产品竞争力处于行业前列，预计未来市场份额稳中有升。

图表 18 国网 2022 年第一批电表采购公司中标金额占比 2.8%

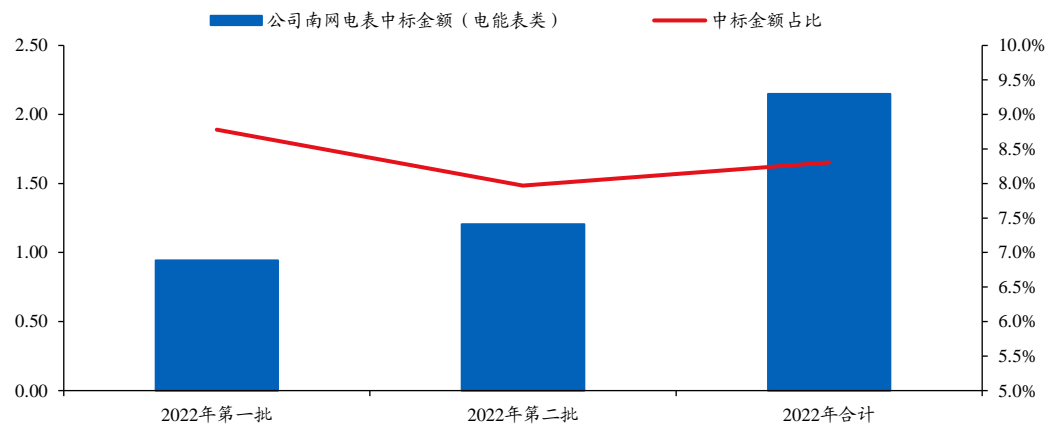


资料来源：电力喵、华创证券（不含集中器、采集器等）

图表 19 国网采购中公司电表中标金额占比约 3%（亿元）



资料来源：电力喵，中标之家，华创证券（不含集中器、采集器等）

图表 20 2022 年南网电表采购中公司电表中标金额占比约 8%（亿元）


资料来源：电力喵，华创证券（不含集中器、采集器等）

（二）国外市场空间广阔，公司积极布局海外电表市场

公司是国内最大的智能电表出口企业之一，积极布局海外电表市场。目前公司电表产品主要销往欧洲、亚太、中东等地区，覆盖全球 30 多个国家和地区。公司聚焦智能电表及 AMI 系统解决方案的全球化、本地化融合推广，研发符合海外行业标准的解决方案，并通过收购、合资的模式，扩大海外市场辐射区域。

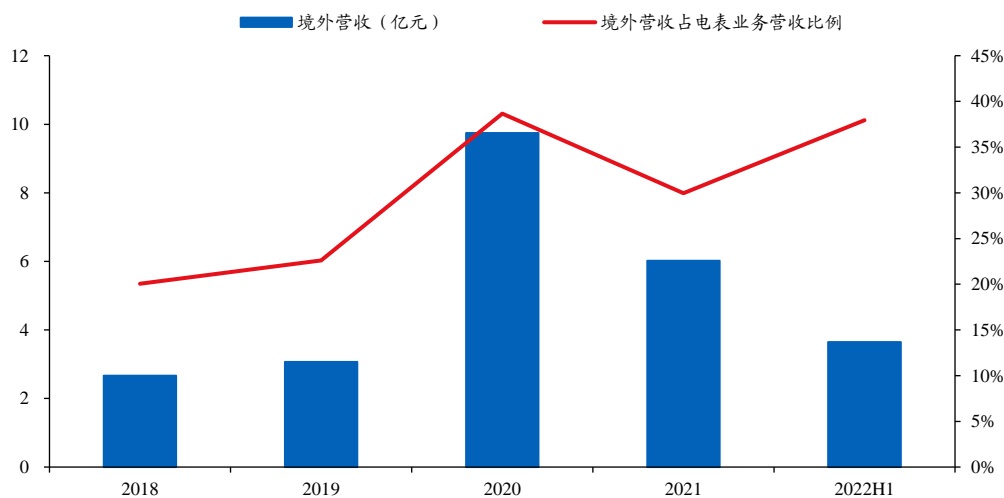
图表 21 公司持续深化出口战略，智能电表出口业务进展顺利

| 时间 | 地区 | 出口情况 |
|----------|----------|-----------------------------------------------|
| 2021 年 | 欧洲、亚太、南美 | 和全球电表龙头兰吉尔集团以 OEM、ODM 等方式深化合作，全年电表销售超 100 万台。 |
| 2021 年 | 中东市场 | 与中电设备、沙特 ECC 合作，巩固沙特市场。 |
| 2021 年 | 东亚市场 | 与韩国合作伙伴合作，出口超 110 万台。 |
| 2021 年 | 东欧市场 | 通过全资子公司，连续中标，电表销售超 100 万台。 |
| 2022 上半年 | 欧洲、亚太 | 和全球电表龙头兰吉尔集团以 OEM、ODM 等方式深化合作，销售智能电表 75 万台。 |
| 2022 上半年 | 中东市场 | 与央企、德企和沙特企业等合作，巩固公司在沙特的智能电表市场份额，并积极拓展中东其它国家市场 |
| 2022 上半年 | 东亚市场 | 通过与韩国伙伴的深度合作，报告期内智能电表出口超 50 万台，预计全年达 130 万台。 |
| 2022 上半年 | 波兰 | 中标波兰电力局智能电能表招标项目，预估中标总金额人民币为 2.76 亿元 |

资料来源：公司公告，公司年报，华创证券

公司境外营收占电表业务营收的比例呈上升趋势。截至 2022H1，公司新能源业务（光伏发电、光伏 EPC）和储能业务基本无海外营收，因此可假定公司披露的境外营收基本由电表业务贡献。2018-2021 年，公司境外营收由 2.7 亿增长至 6.0 亿元，CAGR 达 31.2%；2022H1 公司海外营收为 3.6 亿元，同比增长 11.4%。公司海外营收占电表业务营收的比例由 2018 年的 20.1% 提升至 2022H1 的 37.9%，整体呈上升趋势。公司持续拓展海外电表业务，预计公司海外业务营收将持续增长。

图表 22 公司境外营收占电表业务营收比例呈上升趋势

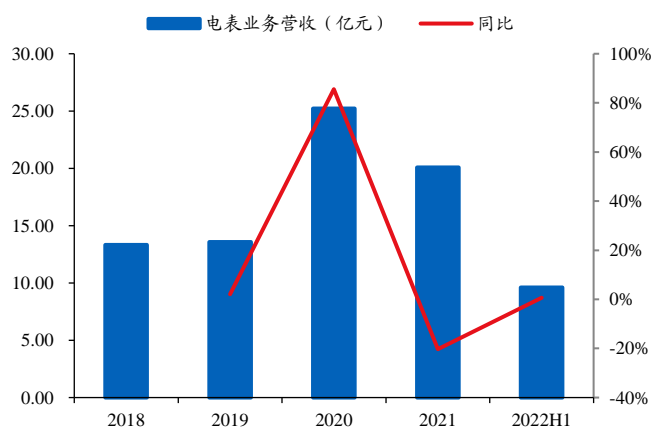


资料来源：公司公告，华创证券

（三）国内外双重助力，未来营收有望稳步增长

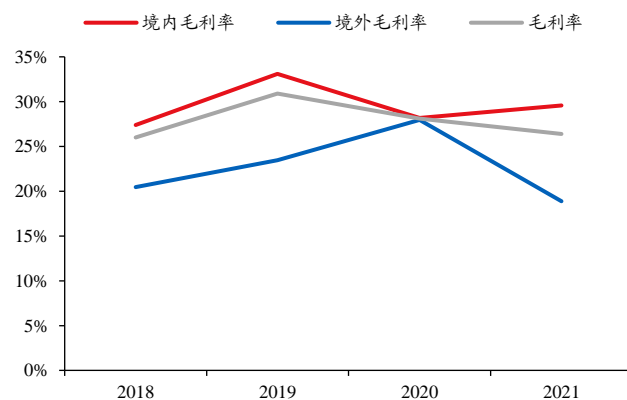
公司电表业务稳步增长，预计整体毛利率维持在 25%-30% 之间。2022H1 公司电表业务营收 9.6 亿元，同比增长 0.7%。假设公司境外业务营收均由电表业务贡献，据测算 2021 年公司境内电表业务毛利率约 30%，同比提升 1.4pct；境外电表业务毛利率约 19%，同比下降 9.1pct，主要系疫情影响以及公司开拓部分海外低价市场所致。

图表 23 2022H1 电表业务营收 9.6 亿元，同比+0.7%



资料来源：公司公告，华创证券

图表 24 公司电表业务毛利率维持在 25%-30% 之间



资料来源：公司公告，华创证券测算

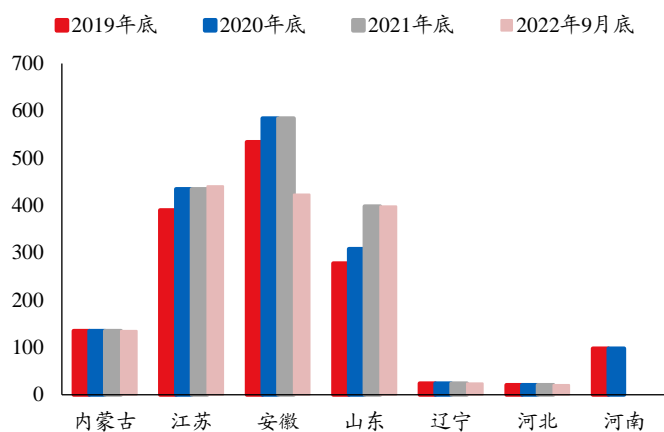
国内量增价升，海外不断拓展，公司智能电表业务预计将实现稳健增长。国内方面，2022 年由于受到疫情影响，国内电表安装延缓，招标量略不及预期。据公司已披露信息，2022 年，公司智能板块在国网的合计中标金额约 8.56 亿元，同比增长 30.3%；在南网的合计中标金额达 3.14 亿元，同比增长 15.0%。考虑前文对电表存量的测算，我们预计 2023 年国内电表招标量有望修复至 8000 万只以上，后续年份稳定小幅上升，同时单表价值量逐步提升，国内电表业务有望迎来量价齐升。海外方面，公司电表业务持续扩张至新的市场，带动公司智能电表业务稳步向上。

三、新能源：电站业务稳健发展，布局 TOPCon 制造助力成长

(一) 自持电站以中东部地区为主，盈利能力领先于同业

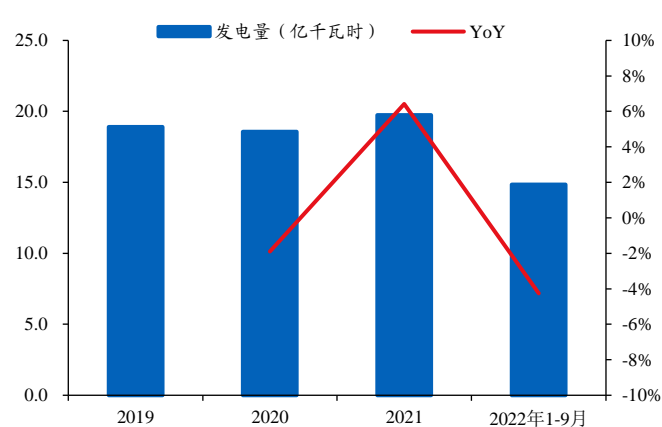
公司自持电站主要分布在中东部及内蒙古地区，整体规模稳定。截至 2022 年 9 月底，公司自持各类光伏电站规模达 1.44GW，主要集中在江苏、安徽、山东、河北等中东部地区和内蒙古呼和浩特地区。2022 年 1-9 月，公司自持电站发电量为 14.9 亿千瓦时，同比减少 4.3%。从历史情况来看，公司自持电站规模和发电量整体稳定，2019-2021 年公司自持电站规模分别为 1.48/1.61/1.60GW；2019-2021 年公司自持电站发电量分别为 18.9/18.6/19.7 亿千瓦时。

图表 25 公司自持电站集中在中东部地区 (MW)



资料来源：公司公告，华创证券

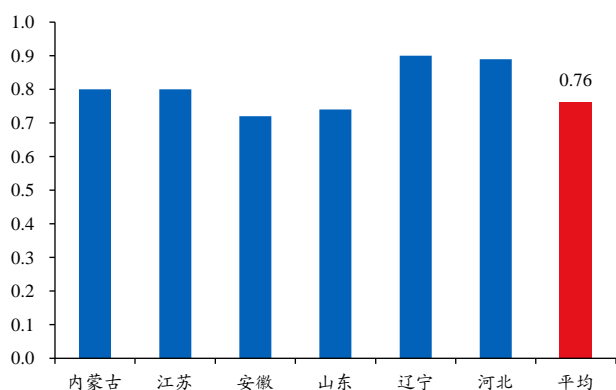
图表 26 公司自持电站发电量整体稳定 (亿千瓦时)



资料来源：公司公告，华创证券

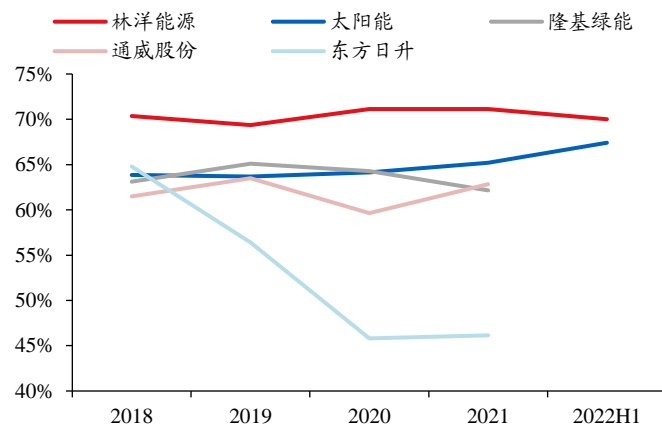
光伏发电业务毛利率维持在 70% 左右，处于行业领先水平。一方面，公司自持电站主要分布在中东部地区，上网电价相较于西部地区更高，同时消纳量也可以得到保障。据测算，2022Q1-3 公司自持电站的平均上网电价为 0.76 元/KWh (含税)。另一方面，公司深耕光伏领域多年，在电站设计、项目管理、新能源电站智能运维等方面经验丰富，有助于公司控制成本。

图表 27 2022Q1-3 公司自持电站的平均上网电价为 0.76 元/KWh (含税)



资料来源：公司公告，华创证券

图表 28 公司光伏发电业务毛利率行业领先



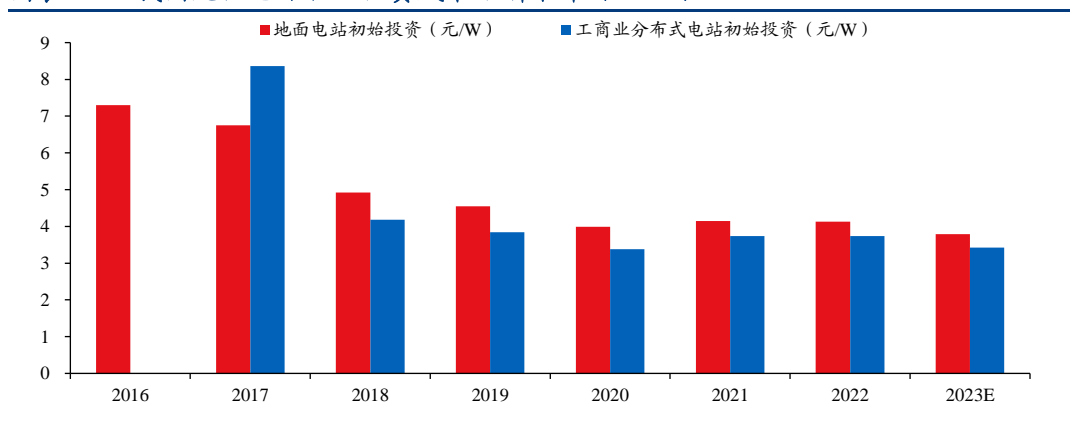
资料来源：各公司公告，华创证券

公司在不断开发电站的同时持续优化支持电站结构，进而保障业务发展质量。公司凭借经验丰富的开发团队，以及电站设计和运维等方面的综合优势，持续加大新能源基地及平价项目的开发力度，截至 2022 年 6 月底，公司储备光伏项目超 6GW。开发电站的同时，公司也在不断调整优化自持电站结构，考虑补贴回款周期较长，公司出售了部分补贴电站回收现金流，2022 年公司陆续出售了 154MW 和 380MW 的存量电站。

（二）光伏装机需求高增，EPC 业务有望快速发展

光伏行业持续推进降本增效，目前已成为最具经济性的发电方式之一。我国光伏系统成本整体呈下降趋势，据 CPIA 数据，2022 年我国地面电站初始全投资成本约为 4.13 元/W，较 2016 年下降 43.4%；工商业分布式电站初始投资成本约为 3.74 元/W，较 2017 年下降 55.3%。据 CPIA 预计，随着上游原材料价格下降，2023 年地面电站、工商业分布式电站初始投资成本将进一步下降至 3.79 元/W、3.42 元/W，同比分别下降 8.2%、8.6%。

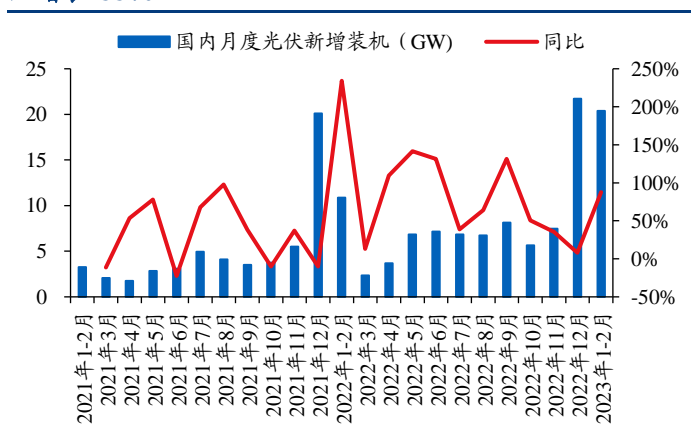
图表 29 我国光伏电站初始投资成本不断下降（元/W）



资料来源：CPIA，华创证券

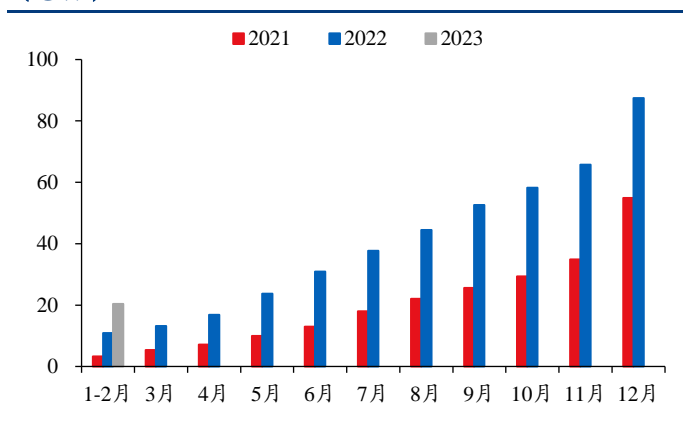
国内需求旺盛，新增光伏装机维持较高增速。据国家能源局，截至 2023 年 2 月底，我国光伏累计装机 413.04GW，同比增长 31%；2023 年 1-2 月新增光伏装机 20.37GW，同比增长 88%。1-2 月为光伏传统淡季，但 2023 年 1-2 月装机同比接近翻倍增长，规模超市市场预期。我们认为主要原因是硅料供需缓解，组件价格明显回落，电站收益率提升，运营商积极推进光伏项目建设并网。

图表 30 2023 年 1-2 月国内新增光伏装机 20.37GW，同比增长 88%



资料来源：国家能源局，华创证券

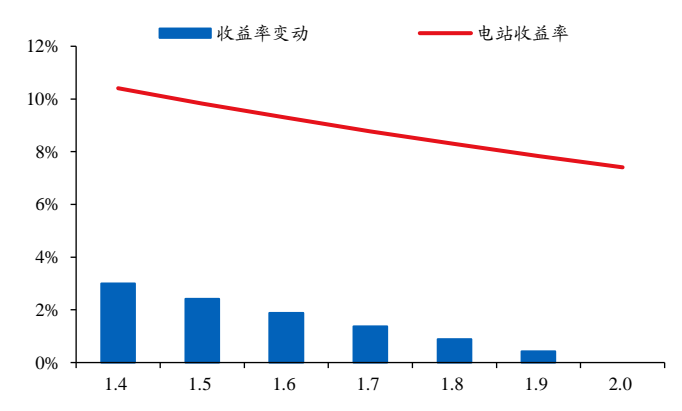
图表 31 国内当年累计新增光伏装机规模不断提升 (GW)



资料来源：国家能源局，华创证券

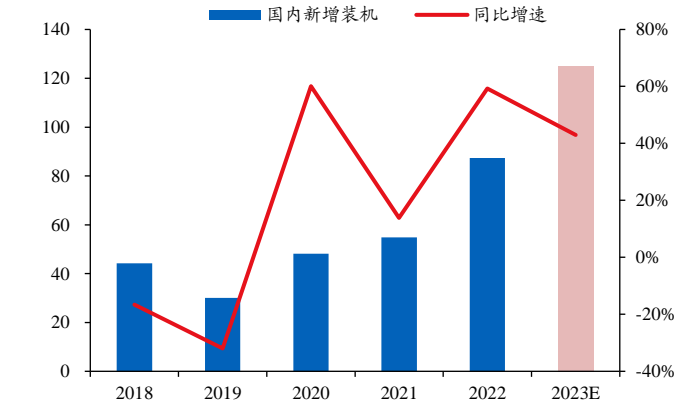
组件价格下降刺激需求，2023 年有望迎装机大年。据 PVInfoLink 数据，23Q1 多晶硅致密料均价为 206 元/kg，较 22Q4 均价 290 元/kg 下降 28.9%；23Q1 单面单晶 182mmPERC 组件均价为 1.76 元/W，较 22Q4 均价 1.96 元/W 下降 10.2%。据我们测算，当组件价格为 1.7 元/W 时，下游电站收益率约 8.8%，较组件价格为 2.0 元/W 时提升 1.4pct。随着硅料新增产能的陆续投放，将带动组件价格进一步下降，预计项目收益率将较 2022 年明显改善，前期被压制的光伏装机需求有望加速释放。我们预计 2023 年国内光伏新增装机有望达 120-130GW，同比增长约 40%。

图表 32 组件价格下降，电站收益率的敏感性测算



资料来源：华创证券测算

图表 33 预计 23 年国内新增光伏装机达 120-130GW

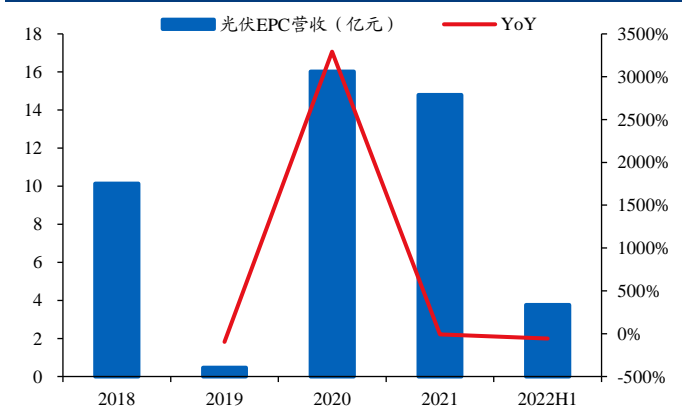


资料来源：国家能源局，华创证券预测

公司 EPC 业务以集中式地面电站为主，主要客户为央企国企。公司自 2018 年开始大力发展 EPC 业务，项目以集中式地面电站为主，主要客户有国电投、中广核、华能、中能、三峡、中电建、中能建等央企国企。公司新能源电站设计、项目管理，新能源电站智能运维等方面综合优势明显，能够快速响应客户需求，先后中标并承接了应用领跑者、奖励领跑者等各类光伏 EPC 项目。

受上游组件价格高涨影响，2022H1 公司 EPC 业务短期承压。2021 年 EPC 业务营收 14.80 亿元，同比减少 7.6%；2022H1 公司 EPC 业务营收 3.76 亿元，同比减少 56.5%。2022 年公司 EPC 业务进展缓慢，主要原因是上游组件价格长期处于高位，电站项目收益率较低，运营商开发项放缓。考虑到公司有超 6GW 的在手储备项目，随着 2023 年组件价格逐步回落，预计公司 EPC 业务规模将迎来快速增长。

图表 34 2022H1 公司光伏 EPC 营收 3.76 亿元，同比 -56.5%



资料来源：公司公告，华创证券

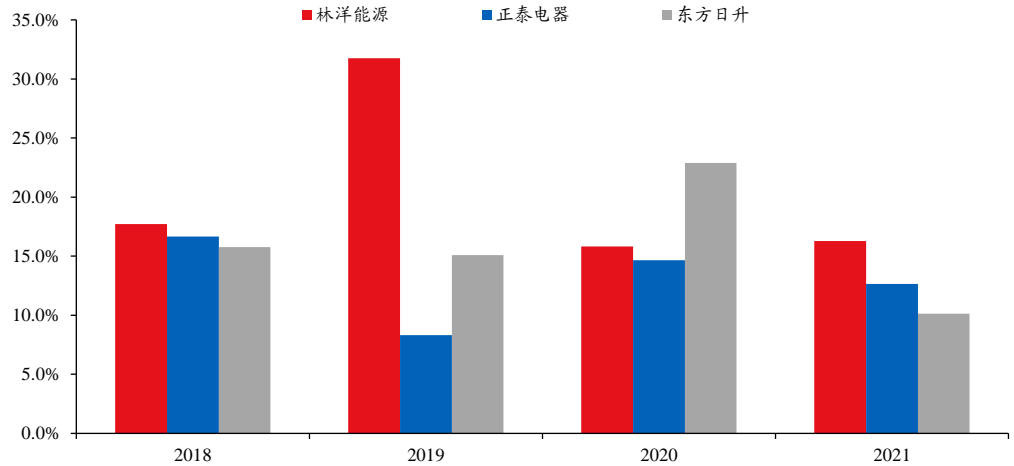
图表 35 2018-2021 年公司 EPC 业务开发情况

| 时间 | EPC 业务 投资规模 (亿元) | EPC 当期 投入金额 (亿元) | EPC 当期 工程收入 (亿元) | EPC 业务 装机容量 (MW) |
|------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| 2018 | 12.00 | 8.70 | 9.32 | 200 |
| 2019 | 27.00 | 1.62 | 0.44 | 498 |
| 2020 | 20.50 | 11.99 | 15.25 | 498 |
| 2021 | 8.50 | 4.20 | 3.50 | 200 |

资料来源：公司公告，华创证券

公司 EPC 业务毛利率行业领先，2023 年有望进一步改善。由于施工部分在整个工程项目中占比较大，耗费较高，因此纯 EPC 业务毛利率普遍偏低。林洋能源通过“开发+EPC+运维”模式，与央国企持续深化合作，近年来光伏 EPC 业务毛利率普遍高于 15%。2021 年公司 EPC 业务毛利率为 16.3%，同比提升 0.5pct，盈利能力处于行业领先水平。过去两年由于硅料等上游原材料价格不断上涨，组件价格居高不下，EPC 企业盈利能力承压。硅料供需缓解，2023 年组件价格将迎来拐点，EPC 业务盈利有望修复，同时前期被价格压抑的需求有望快速释放，公司 EPC 业务或将迎来量利齐升。

图表 36 公司 EPC 业务毛利率行业领先



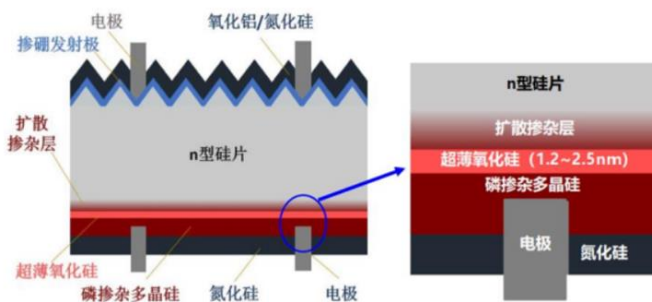
资料来源：各公司公告、华创证券

（三）布局 TOPCon 制造，注入新的成长动力

1、P 型效率接近极限，TOPCon 引领 N 型技术迭代

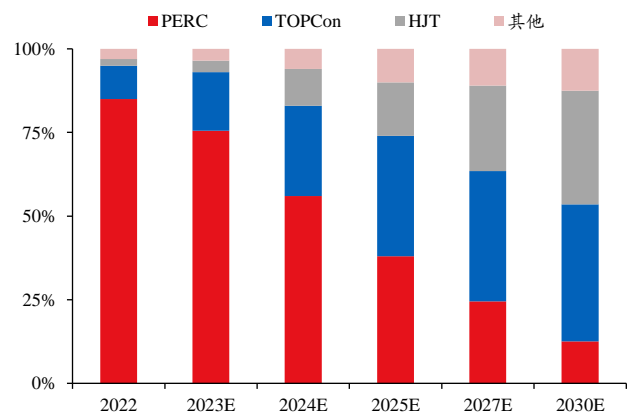
P 型电池效率已接近极限，TOPCon 引领 N 型技术迭代。TOPCon 技术利用量子隧穿效应在电池背表面制备一层超薄隧穿氧化层，与 N 型多晶硅薄层共同形成钝化接触结构，可以有效提升电池开路电压和转换效率。目前 PERC 电池的效率已经接近极限，TOPCon 有望成为继 PERC 电池后下一代主流光伏电池。

图表 37 TOPCon 电池结构图



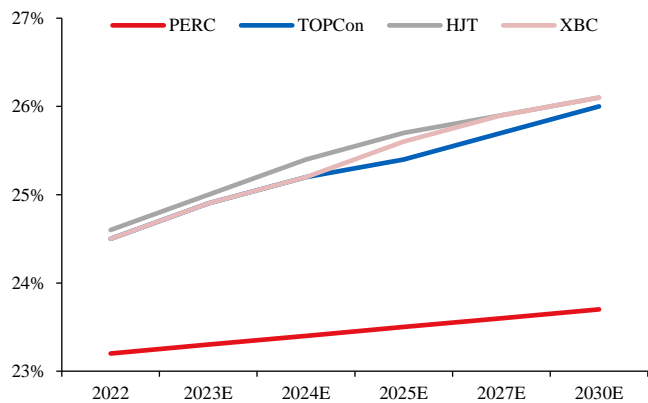
资料来源：曾俞衡《面向 TOPCon 产业应用的 PECVD 技术研究进展》

图表 38 TOPCon 电池渗透率将逐渐提升

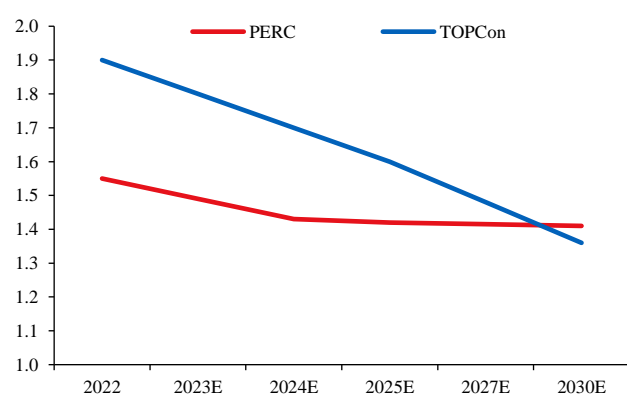


资料来源：CPIA，华创证券

TOPCon 电池具有高效率、低衰减、高双面率、投资成本较低等优势。1)效率方面,2022 年主流 TOPCon 厂商量产效率达 24.5%左右,明显高于 PERC 电池的平均量产效率 23.2%; 2)发电增益方面, TOPCon 具备低衰减、低功率温度系数、高双面率等优势,同等条件下发电量较 PERC 提升 5%左右; 3)成本方面, TOPCon 可在当前 PERC 产线基础上兼容升级,投资成本较低,成为 N 型电池时代较多头部组件企业的首选路线。据 CPIA 数据,2022 年 TOPCon 设备投资成本约 1.9 亿元/GW 略高于 PERC 电池 1.6 亿元/GW,后续预计将逐渐接近 PERC。

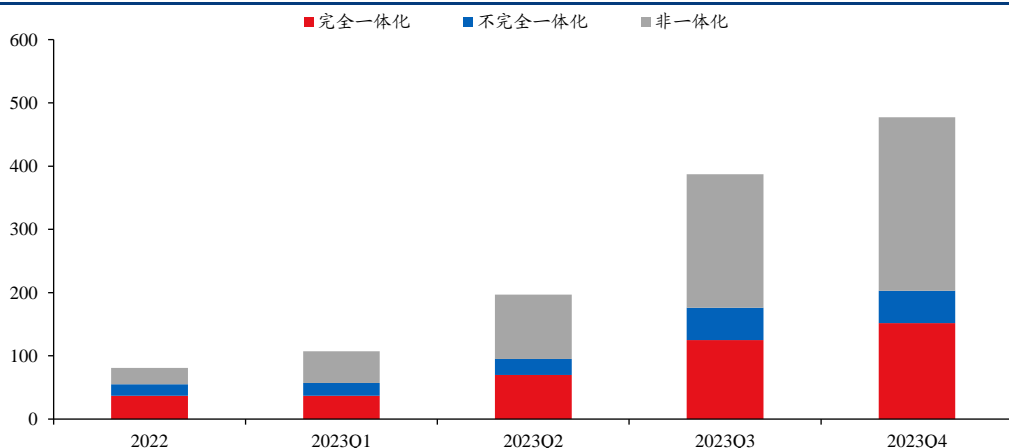
图表 39 N 型电池转换效率高于 PERC 电池


资料来源: CPIA, 华创证券

图表 40 TOPCon 设备投资逐渐下降 (亿元/GW)


资料来源: CPIA, 华创证券

TOPCon 目前已进入量产阶段,2023 年产能规模将大幅扩张。据 PVInfoLink 数据,截至 23 年 2 月,宣称布局高效 N 型电池的产能已突破 1100GW,其中超过 850GW 新增产能选择 TOPCon 技术,2023 年底 TOPCon 名义产能有望达 477GW,将与存量 PERC 电池产能相当。考虑新增产能爬坡以及潜在的石英砂以及 POE 粒子紧缺的问题,据 PVInfoLink 预计,2023 年 TOPCon 组件出货量将达 110GW 左右,占整体组件出货比例将超过 25%。

图表 41 预计 2023 年底 TOPCon 电池名义产能将达 477GW


资料来源: PVInfoLink, 华创证券 (完全一体化: 硅片产能 ≥ 电池产能, 不完全一体化: 硅片产能 < 电池产能, 非一体化: 无硅片产能)

从国内实际招标情况看, TOPCon 组件的平均溢价约 0.1 元/W。2022 年以来,部分央企在组件招标中给出了 N 型的标段,从中标情况看,基本为 TOPCon 组件,实际溢价区间集中在 0.07-0.12 元/W,平均溢价在 0.1 元/W 左右。若考虑价格接受程度更高的分布

式市场以及海外市场，TOPCon 预计会有更高的溢价空间。

图表 42 国内招标中 TOPCon 组件较 PERC 组件溢价约 0.1 元/W

| 时间 | 公司名称 | 招标总规模 (GW) | 组件类型 | 中标规模 (MW) | 均价 | TOPCon 溢价 (元/W) |
|-----------|------|------------|------------|-----------|------|-----------------|
| 2022.4.22 | 华能集团 | 2 | P 型组件 | 1900 | 1.86 | 0.12 |
| | | | N 型 TOPCon | 100 | 1.98 | |
| 2022.6.6 | 国家电投 | 1.35 | P 型组件 | 1300 | 1.89 | 0.11 |
| | | | N 型 TOPCon | 50 | 2.02 | |
| 2022.7.1 | 新华水力 | 4 | P 型组件 | 3800 | 1.92 | 0.07 |
| | | | N 型 TOPCon | 200 | 1.99 | |
| 2022.8.22 | 大唐集团 | 5.55 | P 型组件 | 4773 | 1.97 | 0.10 |
| | | | N 型 TOPCon | 7800 | 2.07 | |
| 2023.2.15 | 国家电投 | 4.5 | P 型组件 | 4300 | 1.91 | 0.12 |
| | | | N 型 TOPCon | 200 | 2.03 | |
| 2023.3.14 | 国家电投 | 5.65 | P 型组件 | 3850 | 1.69 | 0.12 |
| | | | N 型 TOPCon | 1800 | 1.81 | |
| 2023.3.27 | 中核汇能 | 6 | P 型组件 | 3500 | 1.64 | 0.08 |
| | | | N 型 TOPCon | 2000 | 1.72 | |

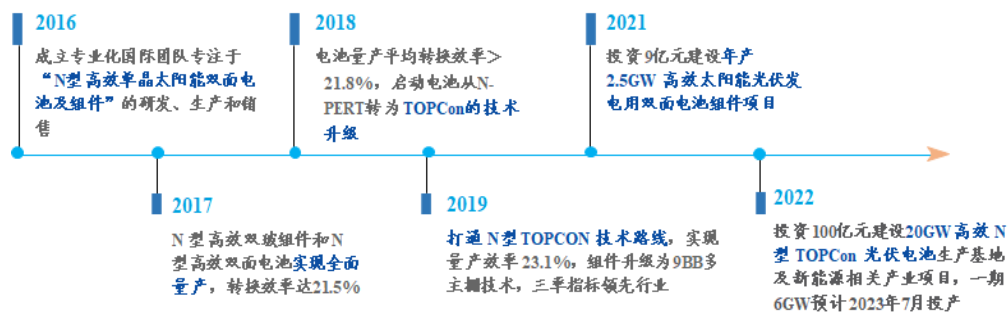
资料来源：PVInfoLink，光伏们，国际太阳能光伏网，智汇光伏，阳光工匠光伏网，北极星太阳能光伏网，华创证券

2022 年底 TOPCon 组件成本基本与 PERC 打平，未来有望进一步下降。TOPCon 降本主要有以下几个方向。1) 金属化成本降低，通过 SMBB、激光转印和栅线图形优化等技术降低银耗；2) 硅成本降低，通过大尺寸化、薄片化降低硅片成本；3) 提高生产效率，通过提高单台产能实现降本；4) 提升工艺，双面钝化工艺以及掺杂技术优化提升效率达到降本目的。

2、拟投建 20GW TOPCon 电池产能，进一步拓展产业链布局

公司较早布局 N 型技术，积淀深厚引领技术迭代。公司以智能电表、电力解决方案业务起家，作为行业领先的电力解决方案提供商和光伏电站运营商，较早布局 N 型高效电池。2016 年公司在 PERC 刚开始替代 BSF 之际，成立专业化国际团队专注于“N 型高效单晶太阳能双面电池及组件”的研发；2017 年公司高效双面电池、组件产品一期项目顺利投产，转换效率达 21.5%领跑行业技术进步；2018 年公司启动电池从 N-PERT 转为 TOPCon 的技术升级；2019 年公司完成 N 型 TOPCon 技术升级，量产效率达 23.1%，组件升级为 9BB 多主栅技术，三率指标领先行业。

图表 43 公司较早布局 N 型技术，积淀深厚引领技术迭代



资料来源：公司公告，公司官网，华创证券整理

公司投建 20GW TOPCon 电池项目，有望充分享受 TOPCon 超额利润。2022 年 12 月 2 日，公司发布公告拟投资 100 亿元建设 20GW 高效 N 型 TOPCon 光伏电池项目。该项目分两期建设，一期 12GW 投资 50 亿元，其中第一阶段 6GW 力争于 2023 年 7 月底前投产，第二阶段 6GW 预计 2024 年 3 月建成投产。按公司披露的投产计划，测算 2023 年公司 TOPCon 电池产出约 2GW。公司 TOPCon 环节积累深厚，有望充分享受新技术红利期带来的超额利润。

进一步拓展产业链布局，与公司其他业务一体化协同。公司量产 N 型 TOPCon 电池后，一方面可提高自有电站运行盈利水平，另一方面可充分利用多年积累的央企客户资源开拓市场，实现“电池片-组件-光伏电站-配套储能”的 N 型一体化布局，为客户提供完善的“光伏+储能”系统解决方案。

图表 44 公司拟投资 100 亿元建设 20GW TOPCon 项目

| 项目分期 | 分期阶段 | 规划产能 (GW) | 预计投产时间 | 投资金额 (亿元) | 实施主体 |
|------|------|-----------|--------------|-----------|--------------------------|
| 一期 | 第一阶段 | 6 | 2023 年 7 月底前 | 50 | 南通开发区注册成立项目新公司，注册资本 8 亿元 |
| | 第二阶段 | 6 | 2024 年 3 月 | | |
| 二期 | \ | 8 | \ | 50 | |

资料来源：公司公告，华创证券

四、储能：产业链布局全面，储能业务放量在即

（一）储能行业高景气，装机规模快速增长

储能支持政策密集发布，推动行业快速发展。2022 年以来，国家和地方多次出台文件鼓励和引导新能源发电配备储能系统。2022 年 1 月，国家能源局颁布《“十四五”新型储能发展实施方案》，提出到 2025 年，新型储能进入规模化发展阶段。2022 年 11 月，国家发改委提出要鼓励民营企业加大太阳能发电、储能等节能降碳领域投资力度。储能政策的密集发布，将促进我国储能行业的快速规模化发展。

图表 45 2022 年以来储能支持政策密集发布

| 时间 | 文件 | 部门 | 重要内容 |
|---------|------------------------------|-------------|-----------------------------------------------------------------|
| 2022.1 | 《“十四五”新型储能发展实施方案》 | 国家能源局 | 到 2025 年，新型储能由商业化初期步入规模化发展阶段，具备大规模商业化应用条件；到 2030 年，新型储能全面市场化发展。 |
| 2022.1 | 《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》 | 国家能源局 | 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。 |
| 2022.5 | 《促进新时代新能源高质量发展实施方案的通知》 | 国家能源局 | 完善调峰调频电源补偿机制，加大煤电机组灵活性改造、水电扩机、抽水蓄能和太阳能热发电项目建设力度，推动新型储能快速发展。 |
| 2022.6 | 《进一步推动新型储能参与电力市场和调度运用的通知》 | 国家发改委、国家能源局 | 鼓励配建新型储能与所属电源联合参与电力市场；快推动独立储能参与电力市场配合电网调峰。 |
| 2022.11 | 《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》 | 国家发改委 | 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投资力度。 |

资料来源：国家能源局，国家发改委，国家科技部，国家工信部，华创证券

各省陆续出台风光按比例配储文件，配置比例集中在 10-20% 之间。2021 年以来，各省为提升风光消纳，化解风光发电的间歇性、波动性、随机性等问题，发布新能源配置储能方案来保障电力系统安全稳定运行。大部分省以新能源配置比例 10% 为主，少数地区配置比例可达到 20%。受益于政策引导，我们认为未来“新能源+储能”的上升潜力巨大。

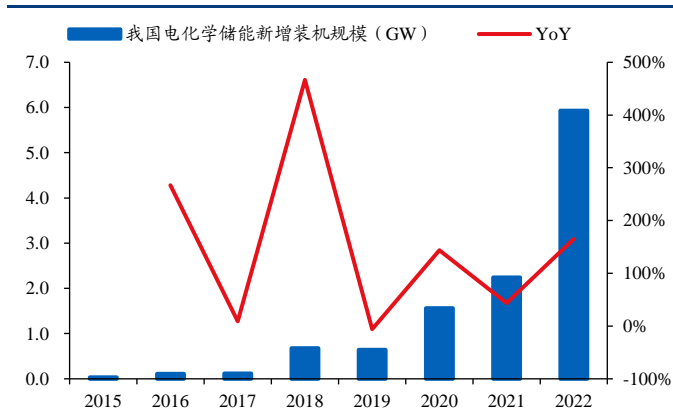
图表 46 各省陆续推出风光项目配置储能政策

| 时间 | 省份 | 政策文件 | 储能配置比例 | 储能配置时间 (h) |
|------------|----|--------------------------------------------|----------------------|------------|
| 2022/5/13 | 辽宁 | 《2022 年光伏发电示范项目建设方案（征求意见稿）》 | 15% | 3 |
| 2022/1/12 | 宁夏 | 《2022 年光伏发电项目竞争性配置方案》 | 10% | 2 |
| 2022/1/11 | 上海 | 《上海发改委关于公布金山海上风电场一期项目竞争性配置工作方案的通知》 | 20% | 4 |
| 2021/10/13 | 湖南 | 《关于加快推动湖南省电化学储能发展的实施意见》 | 20% | 2 |
| 2022/12/6 | 四川 | 《四川省电源电网发展规划（2022—2025 年）》 | 10% | 2 |
| 2022/11/2 | 贵州 | 《关于推动煤电新能源一体化发展的工作措施（征求意见稿）》 | 10% | 2 |
| 2021/9/29 | 江苏 | 《省发改委关于我省 2021 年光伏发电项目市场化并网有关事项的通知》 | 长江以南>8%； 长江以北>10% | 2 |
| 2022/9/9 | 安徽 | 《关于征求 2022 年第一批次光伏发电和风电项目并网规模竞争性配置方案意见的函件》 | 5% | 2 |

资料来源：各省市政府网站，北极星储能网，华创证券

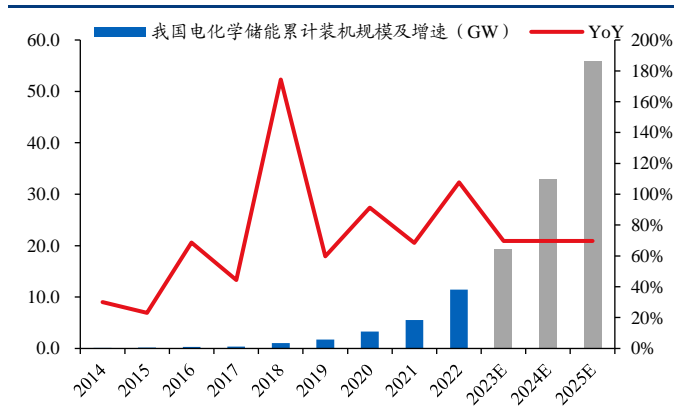
我国电化学储能装机呈爆发式增长，预计 2022-2025CAGR 约 70%。据 CNESA 数据，2022 年我国电化学储能装机约 5.93GW，同比增长约 165%。据 CNESA 预测，理想情况下，我国电化学储能累计装机 2025 年有望达 55.9GW，2022-2025 年 CAGR 近 70%，我国储能行业未来几年有望迎来快速增长阶段。

图表 47 22 年我国电化学储能新增装机约 5.93GW，同比+165%



资料来源：CNESA，华创证券

图表 48 预计 2025 年我国电化学储能累计装机规模达 55.9GW



资料来源：CNESA，华创证券

（二）上中下游全面布局，订单充足放量在即

1、完善储能产业链布局，上下游紧密合作

（1）上游储能电芯：与亿纬动力合资建设 10GWh 储能电芯产线

在上游储能电芯领域，与亿纬动力成立江苏亿纬林洋储能技术有限公司（林洋持股 35%），建设年产能 10GWh 的磷酸铁锂储能电芯项目。2022 年 11 月 18 日，公司发布公告称，储能电池项目第一条产线已完成设备安装调试，开始正式投产，项目共有三条产线，将陆续完成调试投产。未来将为公司储能业务提供高质、高性价比的电芯，同时为公司储能系统集成、电池的健康管理技术提供材料端助力。

（2）中游 PACK+系统集成：提供完善的储能系统集成解决方案

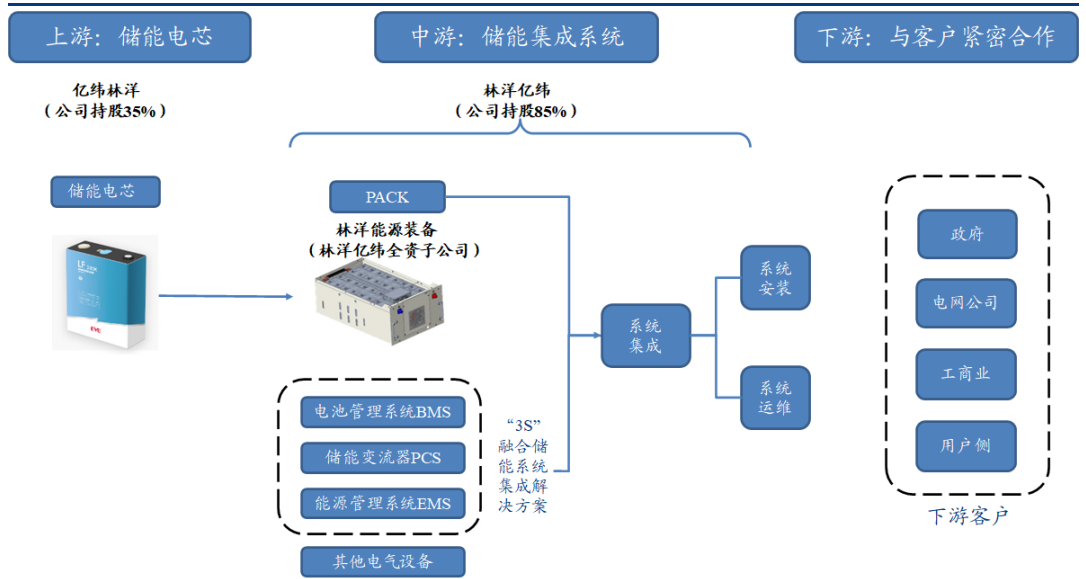
①**储能系统集成**：2020 年，公司与亿纬动力在储能系统集成领域合资成立江苏林洋亿纬储能科技有限公司，主营“BMS+PCS+EMS”的“3S”融合储能系统集成解决方案。BMS 电池管理系统，智能化管理维护电池单元，延长电池寿命；PCS 能源路由器：控制蓄电池充放电过程，进行直流的交换；EMS 能源管理系统：用于微电网内部能源控制，保证正常运行。公司围绕新能源发电配套储能、工商业用户侧储能及微电网、用户侧光储系统、调峰调频储能电站等应用场景，为客户提供完善的储能系统解决方案。

②**PACK**：江苏林洋亿纬储能科技有限公司全资子公司江苏林洋能源装备有限公司，规划建设 6GWh 储能 PACK 及直流侧系统项目。2022 年 8 月，第一条 1.5GWh 全自动化柔性智慧储能 PACK 生产线已经投产，预计第二条 1.5GWh PACK 产线将于 2023 年投产。

（3）下游储能应用：与下游客户紧密合作，首推集中式共享储能商业模式

在下游领域，公司积极同多家能源公司、电网公司及政府等达成合作关系，推动储能项目落地，储备了良好的客户资源。在业务模式上，公司率先开拓“集中式共享储能”新型商业模式来建设新能源配套储能，既能通过新能源电站提供容量租赁服务来获取租金收益，也可以通过接受电网调度，参与调峰调频获取辅助服务收益。2022 年 11 月，公司承建的湖北单体最大集中共享式储能电站（60MW）并网发电，随着电力市场化改革的推进，未来该模式应用有望进一步推广。

图表 49 公司积极布局储能全产业链

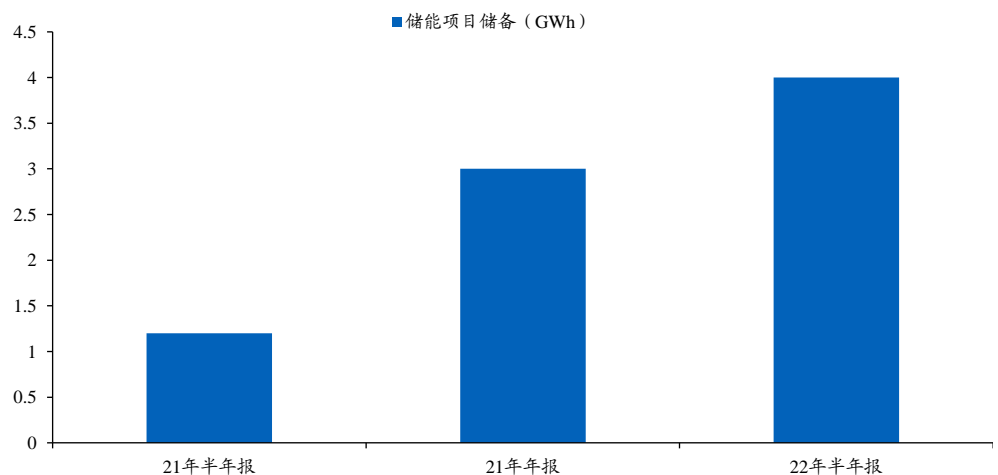


资料来源：公司公告，公司官网，华创证券整理

2、在手订单充足，储能业务有望贡献新增量

储能业务在手订单充沛，有望成为新的业绩增长点。公司储能业务快速发展，截至 2022 年 6 月末，公司累计储备储能项目资源超 4GWh，较 2021 年 6 月末增长 233%。目前公司在江苏、安徽、湖北、内蒙古等地快速有序地推进相关储能项目储备及业务，与新能源及储能产业链合作伙伴达成长期战略合作关系。2022 年底公司官网披露，未来 3 年公司将力争实现累积建设不低于 5GWh 储能系统。公司前瞻性布局储能业务，紧抓储能市场爆发性增长机遇，有望为公司贡献可观的业绩增量。

图表 50 截至 2022 年 6 月末，公司储能项目储备资源达 4GWh 以上



资料来源：公司公告，华创证券

图表 51 2022 年以来公司储能业务取得的订单

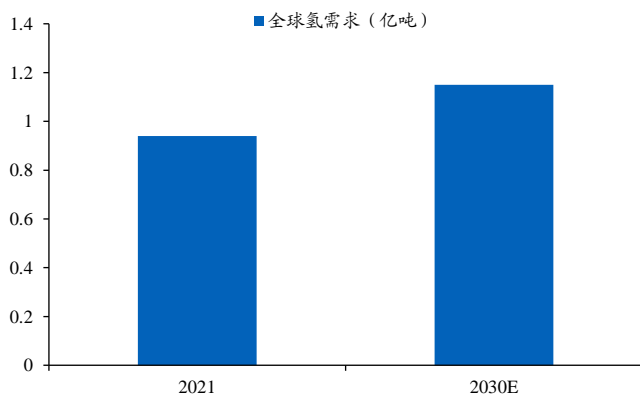
| 时间 | 合作方 | 内容 |
|---------|--------------|-----------------------------------------------------------|
| 2022.02 | 蚌埠县五河人民政府 | 配套建设的集中式 1.08GWh 电化学储能电站。 |
| 2022.05 | 包头市达茂旗政府 | 按照协议，林洋在达茂旗计划分期、分批建设 2-5GWh 共享储能项目。 |
| 2022.05 | 中国能源建设集团 | 300MW 风电 EPC 项目储能设备采购，预估中标总金额为 2.74 亿元。 |
| 2022.06 | 安徽省无为市政府 | 投资建设 100MW/200MWh 共享储能电站。 |
| 2022.10 | 中国电力国际发展有限公司 | 中标总金额约 5 亿元；预中标储能电池预制舱 2 的 40%，其中采购容量 500MWh，备用容量 500MWh。 |
| 2023.01 | 普洛斯新能源 | 未来 3 年内将滚动开发建设合计 1GWh 的电网侧共享储能电站，滚动开发建设 200MWh 的工商业储能项目。 |

资料来源：公司官网、公司公告、华创证券

（三）氢能发展空间广阔，公司积极拓展“新能源+制氢”领域

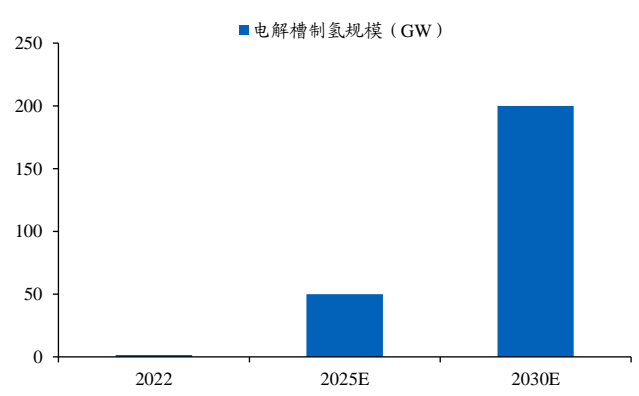
国家明确氢能中长期发展规划，将氢能纳入国家能源体系组成部分，绿氢有着巨大的市场前景。国家发展改革委、国家能源局发布《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》，首次明确氢能是未来国家能源体系的组成部分，是战略性新兴产业和未来产业重点发展方向。未来随着光伏、风电等可再生能源规模的不断壮大和综合度电成本持续下降，利用可再生能源电解水制“绿氢”，可有效实现可再生能源的大规模存储、转化和利用，解决新能源长时消纳问题，助力高比例清洁能源电力系统的稳定运行。据 IEA 预测，2030 年全球氢需求可能达到 1.15 亿吨，需求增长广阔。电解槽制氢的规模预计得到快速发展，有望从 2022 年的 1.4GW 达到 2030 年 200GW。

图表 52 全球氢需求在 2030 有望达到 1.15 亿吨



资料来源：IEA，华创证券

图表 53 电解槽制氢规模预计在 2030 年达到 200GW



资料来源：IEA，华创证券

公司积极响应氢能领域的战略性机遇，布局新能源制氢核心装备业务。2021 年 8 月，公司子公司与上海舜华新能源合资成立的清耀新能源科技有限公司。在“新能源+制氢”领域，合资公司基于双方股东在氢能和可再生能源领域的协同优势，研发、生产、销售、运营和维护各种类型的电解水制氢设备，2022 年 11 月，清耀全自动并/离网 SAK1600 系列碱性电解水制氢装备发布，公司在“风光发电+氢储能”一体化应用模式上迈出重要一步。

五、盈利预测与相对估值

（一）关键假设与盈利预测

（1）智能电能表及系统类产品：“十四五”期间国内电表迎来替换周期，同时公司不断开拓海外市场，智能板块业务预计整体稳步向上。我们预计公司 2022-2024 年智能板块业务营收分别为 22.9/24.1/27.7 亿元，毛利率分别为 26.7%/27.0%/27.0%。

（2）光伏发电业务：2022 年公司出售了约 534MW 电站，假设 2022-2024 年末公司自持电站规模分别为 1.1/1.1/1.2GW，我们预计公司 2022-2024 年光伏发电业务营收分别为 11.6/9.7/10.2 亿元，毛利率分别为 70.0%/70.0%/70.0%。

（3）光伏 EPC 业务：2023 年组件价格回落，电站收益率提升，光伏电站项目有望快速启动，假设公司 2022-2024 年 EPC 并网容量为 0.26/0.80/0.90GW，单价 4.0/3.8/3.8 元/W。我们预计公司 2022-2024 年光伏 EPC 业务营收分别为 10.4/30.4/34.2 亿元，毛利率分别为 13.0%/17.0%/16.0%。

（4）TOPCon 电池业务：公司 TOPCon 电池项目一期第一阶段 6GW 计划于 2023 年 7 月底前投产，一期第二阶段 6GW 预计 2024 年 3 月建成投产，假设 2023/2024 年 TOPCon 电池出货 2/10GW。我们预计公司 2023-2024 年 TOPCon 电池业务营收分别为 17.7/62.0 亿元，毛利率分别为 18.0%/19.0%。

（5）储能节能业务：公司储能业务即将迎来放量，我们预计 2022-2024 年储能业务营收分别为 2.0/16.1/25.2 亿元，同比增速为+214%/+705%/+207%。考虑规模效应以及上游原材料价格回落，毛利率有望迎来改善，预计 2022-2024 年毛利率分别为 5.0%/15.0%/15.0%。

图表 54 分业务收入及毛利率预测

| 分业务盈利预测 | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 智能电能表及系统类产品 | 营收（亿元） | 25.21 | 20.09 | 22.89 | 24.13 | 27.67 |
| | YoY | 86% | -20% | 14% | 5% | 15% |
| | 毛利率 | 28.1% | 26.4% | 26.7% | 27.0% | 27.0% |
| 光伏发电 | 营收（亿元） | 14.24 | 14.54 | 11.63 | 9.69 | 10.15 |
| | YoY | -1% | 2% | -20% | -17% | 5% |
| | 毛利率 | 71.1% | 71.1% | 70.0% | 70.0% | 70.0% |
| 光伏 EPC | 营收（亿元） | 16.01 | 14.80 | 10.36 | 30.40 | 34.20 |
| | YoY | 3293% | -8% | -30% | 194% | 13% |
| | 毛利率 | 15.8% | 16.3% | 13.0% | 17.0% | 16.0% |
| TOPCon 电池 | 营收（亿元） | | | | 17.70 | 61.95 |
| | YoY | | | | | 250.0% |
| | 毛利率 | | | | 18.0% | 19.0% |
| 储能节能 | 营收（亿元） | 0.75 | 0.64 | 2.00 | 16.10 | 25.20 |
| | YoY | | -15% | 214% | 705% | 57% |
| | 毛利率 | 41% | 45% | 5% | 15% | 15% |
| 其他 | 营收（亿元） | 1.78 | 2.91 | 3.20 | 3.52 | 3.87 |
| | YoY | -66% | 63% | 10% | 10% | 10% |

| | | | | | | |
|----|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 毛利率 | 19.9% | 13.5% | 14.0% | 15.0% | 15.0% |
| 合计 | 营业收入（亿元） | 57.99 | 52.97 | 50.07 | 101.53 | 163.03 |
| | YoY | 73% | -9% | -5% | 103% | 61% |
| | 毛利率（%） | 35.19% | 35.35% | 32.24% | 24.21% | 22.18% |

资料来源：iFinD，华创证券预测（2020年储能节能业务原始报表为节能业务口径）

（二）相对估值与投资建议

我们选取 A 股光伏相关公司：隆基绿能、阳光电源、正泰电器和晶科科技进行对比，根据 wind 一致预期，2022-2024 年四家公司的平均 PE 为 31/20/16 倍

公司光伏产业链布局不断完善，回归光伏制造助力成长，储能业务受益于行业快速发展放量在即，业绩有望迎来新的成长期。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 8.16/11.42/15.84 亿元，当前市值对应 PE 分别为 20/14/10 倍。参考可比公司估值，给予 2023 年 20x PE，对应目标价 11.09 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 55 2022-2024 年可比公司的平均 PE 为 31/20/16 倍

| 公司代码 | 可比公司名称 | 收盘价 (元/股) | 归母净利润（亿元） | | | PE | | |
|-----------|--------|--------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E |
| 601012.SH | 隆基绿能 | 39.62 | 147.8 | 193.8 | 239.3 | 20.3 | 15.5 | 12.6 |
| 300274.SZ | 阳光电源 | 102.68 | 33.1 | 57.5 | 76.6 | 46.1 | 26.5 | 19.9 |
| 601877.SH | 正泰电器 | 27.07 | 44.9 | 55.2 | 65.0 | 13.0 | 10.5 | 9.0 |
| 601778.SH | 晶科科技 | 4.99 | 4.1 | 6.4 | 8.0 | 43.8 | 27.9 | 22.2 |
| | 平均 | | | | | 31 | 20 | 16 |
| 601222.SH | 林洋能源 | 7.80 | 8.16 | 11.42 | 15.84 | 20 | 14 | 10 |

资料来源：Wind，华创证券（注：股价为 2023 年 4 月 17 日收盘价，可比公司估值为 wind 一致预期）

六、风险提示

光伏需求不及预期：目前全球部分地区光伏行业发展受政策的影响比较大，若后续政策变动或政策持续性不强，将对光伏发展产生一定的影响；此外，原材料价格大幅上涨也会对光伏装机需求造成负面影响，存在需求不及预期风险。

公司产能释放不及预期：公司正积极进行各业务的产能扩张，若公司新增产能建设进度不及预期，面临公司产能释放不及预期风险。

竞争加剧风险：随着光伏行业的蓬勃发展，新进入者增多，各企业持续扩张，公司面临竞争加剧风险。

相关测算具有一定的主观性：研究报告的部分测算内容基于一定的前提假设，具有主观性。

附录：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 2,861 | 3,096 | 2,857 | 1,067 |
| 应收票据 | 40 | 37 | 76 | 122 |
| 应收账款 | 3,979 | 4,171 | 6,491 | 9,643 |
| 预付账款 | 236 | 192 | 462 | 689 |
| 存货 | 589 | 831 | 1,357 | 2,504 |
| 合同资产 | 103 | 43 | 108 | 217 |
| 其他流动资产 | 2,642 | 2,258 | 2,751 | 3,449 |
| 流动资产合计 | 10,347 | 10,585 | 13,994 | 17,474 |
| 其他长期投资 | 62 | 59 | 119 | 191 |
| 长期股权投资 | 269 | 269 | 269 | 269 |
| 固定资产 | 8,398 | 8,345 | 10,193 | 12,297 |
| 在建工程 | 40 | 320 | 1,400 | 1,000 |
| 无形资产 | 100 | 90 | 81 | 73 |
| 其他非流动资产 | 1,293 | 1,277 | 1,266 | 1,256 |
| 非流动资产合计 | 10,162 | 10,360 | 13,328 | 15,086 |
| 资产合计 | 20,509 | 20,945 | 27,322 | 32,560 |
| 短期借款 | 825 | 925 | 1,025 | 1,125 |
| 应付票据 | 608 | 662 | 1,417 | 2,381 |
| 应付账款 | 987 | 950 | 2,308 | 3,806 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 110 | 104 | 210 | 338 |
| 其他应付款 | 51 | 51 | 51 | 51 |
| 一年内到期的非流动负债 | 568 | 568 | 568 | 568 |
| 其他流动负债 | 216 | 173 | 291 | 458 |
| 流动负债合计 | 3,365 | 3,433 | 5,870 | 8,727 |
| 长期借款 | 2,102 | 2,102 | 5,102 | 6,102 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 566 | 566 | 566 | 566 |
| 非流动负债合计 | 2,668 | 2,668 | 5,668 | 6,668 |
| 负债合计 | 6,033 | 6,101 | 11,538 | 15,395 |
| 归属母公司所有者权益 | 14,440 | 14,805 | 15,742 | 17,119 |
| 少数股东权益 | 36 | 39 | 42 | 46 |
| 所有者权益合计 | 14,476 | 14,844 | 15,784 | 17,165 |
| 负债和股东权益 | 20,509 | 20,945 | 27,322 | 32,560 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 1,055 | 2,137 | 717 | 213 |
| 现金收益 | 1,698 | 1,930 | 2,301 | 2,920 |
| 存货影响 | 172 | -242 | -526 | -1,147 |
| 经营性应收影响 | -318 | -144 | -2,623 | -3,420 |
| 经营性应付影响 | -234 | 18 | 2,114 | 2,461 |
| 其他影响 | -263 | 576 | -549 | -601 |
| 投资活动现金流 | -9 | -1,259 | -3,671 | -2,776 |
| 资本支出 | 18 | -1,082 | -3,776 | -2,735 |
| 股权投资 | -168 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期资产变化 | 141 | -177 | 105 | -41 |
| 融资活动现金流 | -872 | -643 | 2,715 | 773 |
| 借款增加 | -3,134 | 100 | 3,100 | 1,100 |
| 股利及利息支付 | -340 | -422 | -471 | -536 |
| 股东融资 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 其他影响 | 2,588 | -335 | 72 | 195 |

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 5,297 | 5,007 | 10,153 | 16,303 |
| 营业成本 | 3,424 | 3,393 | 7,695 | 12,686 |
| 税金及附加 | 31 | 29 | 51 | 87 |
| 销售费用 | 119 | 110 | 213 | 326 |
| 管理费用 | 276 | 250 | 467 | 783 |
| 研发费用 | 139 | 125 | 223 | 398 |
| 财务费用 | 307 | 245 | 299 | 293 |
| 信用减值损失 | -7 | -10 | -5 | -5 |
| 资产减值损失 | 13 | -2 | -5 | -5 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 31 | 25 | 28 | 28 |
| 其他收益 | 68 | 50 | 64 | 57 |
| 营业利润 | 1,141 | 942 | 1,312 | 1,830 |
| 营业外收入 | 3 | 13 | 16 | 14 |
| 营业外支出 | 29 | 15 | 12 | 19 |
| 利润总额 | 1,115 | 940 | 1,316 | 1,825 |
| 所得税 | 183 | 122 | 171 | 237 |
| 净利润 | 932 | 818 | 1,145 | 1,588 |
| 少数股东损益 | 2 | 2 | 3 | 4 |
| 归属母公司净利润 | 930 | 816 | 1,142 | 1,584 |
| NOPLAT | 1,188 | 1,032 | 1,405 | 1,843 |
| EPS(摊薄) (元) | 0.45 | 0.40 | 0.55 | 0.77 |

主要财务比率

| | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|--------|--------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | -8.7% | -5.5% | 102.8% | 60.6% |
| EBIT 增长率 | -5.1% | -16.6% | 36.2% | 31.1% |
| 归母净利润增长率 | -6.7% | -12.3% | 40.0% | 38.6% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 35.4% | 32.2% | 24.2% | 22.2% |
| 净利率 | 17.6% | 16.3% | 11.3% | 9.7% |
| ROE | 6.4% | 5.5% | 7.2% | 9.2% |
| ROIC | 9.1% | 7.4% | 8.0% | 9.3% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 29.4% | 29.1% | 42.2% | 47.3% |
| 债务权益比 | 28.0% | 28.0% | 46.0% | 48.7% |
| 流动比率 | 3.1 | 3.1 | 2.4 | 2.0 |
| 速动比率 | 2.9 | 2.8 | 2.2 | 1.7 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.3 | 0.2 | 0.4 | 0.5 |
| 应收账款周转天数 | 264 | 293 | 189 | 178 |
| 应付账款周转天数 | 110 | 103 | 76 | 87 |
| 存货周转天数 | 71 | 75 | 51 | 55 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.45 | 0.40 | 0.55 | 0.77 |
| 每股经营现金流 | 0.51 | 1.04 | 0.35 | 0.10 |
| 每股净资产 | 7.01 | 7.19 | 7.64 | 8.31 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 17 | 20 | 14 | 10 |
| P/B | 1 | 1 | 1 | 1 |
| EV/EBITDA | 34 | 31 | 26 | 20 |

电力设备新能源小组团队介绍

中游制造组组长，电力设备新能源首席研究员：黄麟

吉林大学材料化学博士，深圳大学材料学博士后，曾任职于新时代证券/方正证券/德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

高级分析师：盛炜

墨尔本大学金融专业硕士，入行 5 年，其中买方经验 2 年。2022 年加入华创证券研究所。

高级研究员：苏千叶

中南大学硕士，研究方向锂电池，曾任上汽新能源动力电池工程师、德邦电新研究员，2022 年加入华创证券研究所。

高级研究员：何家金

上海大学硕士。2 年电新研究经验，曾任职于方正证券研究所、德邦证券研究所，2022 年加入华创证券研究所。

高级研究员：吴含

中山大学金融学学士，伦敦大学国王学院金融硕士。1 年产业，2 年电新研究经验，曾任职于西部证券研究所、明阳智能投关部、德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

研究员：梁旭

武汉大学物理学本科，港中文金融硕士，曾任职于德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：代昌祺

西北农林科技大学金融学硕士，曾任职于德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 姓名 | 职务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|---------|-----|----------------|-------------------|-------------------------|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 副总经理、北京机构销售总监 | 010-63214682 | zhangyujie@hcyjs.com |
| | 张菲菲 | 北京机构副总监 | 010-63214682 | zhangfeifei@hcyjs.com |
| | 刘懿 | 副总监 | 010-63214682 | liuyi@hcyjs.com |
| | 侯春钰 | 资深销售经理 | 010-63214682 | houchunyu@hcyjs.com |
| | 侯斌 | 资深销售经理 | 010-63214682 | houbin@hcyjs.com |
| | 过云龙 | 高级销售经理 | 010-63214682 | guoyunlong@hcyjs.com |
| | 蔡依林 | 高级销售经理 | 010-66500808 | caiyilin@hcyjs.com |
| | 刘颖 | 高级销售经理 | 010-66500821 | liuying5@hcyjs.com |
| | 顾翎蓝 | 高级销售经理 | 010-63214682 | gulinglan@hcyjs.com |
| | 车一哲 | 销售经理 | | cheyizhe@hcyjs.com |
| 深圳机构销售部 | 张娟 | 副总经理、深圳机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com |
| | 汪丽燕 | 高级销售经理 | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com |
| | 张嘉慧 | 高级销售经理 | 0755-82756804 | zhangjiahui1@hcyjs.com |
| | 邓洁 | 高级销售经理 | 0755-82756803 | dengjie@hcyjs.com |
| | 董姝彤 | 销售经理 | 0755-82871425 | dongshutong@hcyjs.com |
| | 巢莫雯 | 销售经理 | 0755-83024576 | chaomowen@hcyjs.com |
| | 王春丽 | 销售经理 | 0755-82871425 | wangchunli@hcyjs.com |
| 上海机构销售部 | 许彩霞 | 总经理助理、上海机构销售总监 | 021-20572536 | xucaixia@hcyjs.com |
| | 曹静婷 | 上海机构销售副总监 | 021-20572551 | caojingting@hcyjs.com |
| | 官逸超 | 上海机构销售副总监 | 021-20572555 | guanyichao@hcyjs.com |
| | 黄畅 | 上海机构销售副总监 | 021-20572257-2552 | huangchang@hcyjs.com |
| | 吴俊 | 资深销售经理 | 021-20572506 | wujun1@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 高级销售经理 | 021-20572585 | zhangjian@hcyjs.com |
| | 邵婧 | 高级销售经理 | 021-20572560 | shaojing@hcyjs.com |
| | 蒋瑜 | 高级销售经理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| | 施嘉玮 | 高级销售经理 | 021-20572548 | shijiawei@hcyjs.com |
| | 朱涨雨 | 销售助理 | 021-20572573 | zhuzhangyu@hcyjs.com |
| | 李凯月 | 销售助理 | | likaiyue@hcyjs.com |
| 广州机构销售部 | 段佳音 | 广州机构销售总监 | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com |
| | 周玮 | 销售经理 | | zhouwei@hcyjs.com |
| | 王世韬 | 销售经理 | | wangshitao1@hcyjs.com |
| 私募销售组 | 潘亚琪 | 总监 | 021-20572559 | panyaqi@hcyjs.com |
| | 汪子阳 | 副总监 | 021-20572559 | wangziyang@hcyjs.com |
| | 江赛专 | 资深销售经理 | 0755-82756805 | jiangsaizhuan@hcyjs.com |
| | 汪戈 | 高级销售经理 | 021-20572559 | wangge@hcyjs.com |
| | 宋丹筠 | 销售经理 | 021-25072549 | songdanyu@hcyjs.com |

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

| 北京总部 | 广深分部 | 上海分部 |
|------------------------------------|--------------------------------------------|------------------------------------|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 | 地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 |
| 邮编: 100033 | 邮编: 518034 | 邮编: 200120 |
| 传真: 010-66500801 | 传真: 0755-82027731 | 传真: 021-20572500 |
| 会议室: 010-66500900 | 会议室: 0755-82828562 | 会议室: 021-20572522 |