

后疫情时期叠加平价上网，锦浪“后浪”集聚力量涌立潮头

——锦浪科技首次覆盖报告

公司深度

● **组串式逆变器新贵，新品 1500V 255kW 超大功率组串式逆变器适配大功率双面组件，产品从 2G 迭代到 5G，应用场景广泛。**公司成立于 2005 年，是一家专业从事分布式光伏发电系统核心设备组串式逆变器研发、生产、销售和服务的高新技术企业。产品广泛应用于住宅型屋顶、工商业屋顶和地面光伏电站，凭借优异的产品性能和可靠的产品质量，在亚洲、欧洲、美洲及澳洲等多个国家和地区积累了众多优质客户，累计装机超 15GW。

● **逆变器行业空间广阔：“光伏行业增长+替换需求”双轮驱动，预计 2025 年全球逆变器市场将达到 180 亿美元。**根据 BNEF 数据显示，2011-2019 年全球新增光伏装机量 CAGR 为 19.4%，2019 年全球光伏装机量达到 120GW，其中分布式光伏 34.1GW，占比 28.4%。预计 2025 年光伏新增装机量可达到 205GW，其中分布式预计新增 64GW，占比 31.2%。组串式逆变器受益于分布式蓬勃发展，行业渗透率有望进一步提升。

● **行业产品结构变化：组串式替代集中式大势所趋。**近年来组串式逆变器由于具备 MPPT 跟踪功能，可以提供更好的灵活性，成本逐渐接近集中式逆变器等原因，组串式逆变器得到越来越多业主的青睐。根据 CPIA 数据，2017 年组串式逆变器出货首次超过集中式逆变器，2019 年组串式逆变器市场占有率为 59.04%，为占比最大的逆变器品种。未来随着组串式逆变器在大型地面电站的广泛应用，市场占比将进一步提升。

● **公司市场渗透率提升：全球化布局，力争成为全球组串式逆变器龙头。**公司布局全球化，海外市场带来高盈利。下游绑定 Sunrun、Segen、浙江正泰等客户，产品遍及全球 100 多个国家和地区。公司现金管理出色，财务结构稳健，ROE 维持在 40% 远超同业。未来公司将进一步切入大型地面电站市场，同时布局发力储能逆变器业务，预计 2020 年公司全球市占率达到 8%。

● 首次覆盖给予“推荐”评级

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 19.38、27.98、36.42 亿元，同比分别增长 70.1%、44.4%、30.2%，归母净利润 2.85、4.38、5.80 亿元，同比增长 125.0%、53.8%、32.5%，对应 EPS 分别为 2.06、3.17、4.20。公司 2021 年 PE 估值 28~33 倍，对应股价 88.8~104.61 元。首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示：**光伏需求不及预期风险，国内外政策变化，超预期的技术变革

财务摘要和估值指标 (2020.7.16)

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	831	1,139	1,938	2,798	3,642
增长率(%)	1.0	37.0	70.1	44.4	30.2
净利润(百万元)	118	127	285	438	580
增长率(%)	0.2	7.2	125.0	53.8	32.5
毛利率(%)	34.1	34.6	36.4	35.6	35.8
净利率(%)	14.2	11.1	14.7	15.7	15.9
ROE(%)	33.7	14.6	24.7	28.0	27.1
EPS(摊薄/元)	0.85	0.92	2.06	3.17	4.20
P/E(倍)	95.8	89.4	39.7	25.8	19.5
P/B(倍)	32.3	13.0	9.8	7.2	5.3

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为 2020 年 7 月 16 日

推荐 (首次评级)

开文明 (分析师)

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号：S0280517100002

市场数据 时间 2020.07.16

收盘价(元): 70.38

一年最低/最高(元): 34.72/85.42

总股本(亿股): 1.38

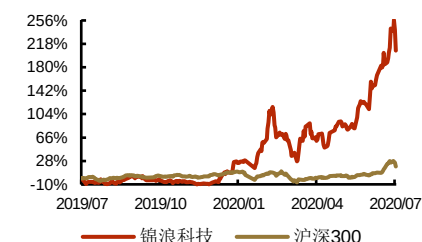
总市值(亿元): 97.28

流通股本(亿股): 0.55

流通市值(亿元): 38.75

近 3 月换手率: 391.83%

股价一年走势



相关报告

《Sunrun 拟收购 Vivint Solar, 关注户用光伏大蓝海》2020-07-08

《竞价项目规模超预期, 关注光伏需求提升》2020-06-28

《美股 Ten bagger: SolarEdge 和 Enphase 对国内逆变器行业启示》2020-06-23

盈利预测、估值与目标价、评级

(1) 逆变器业务：考虑光伏行业蓬勃发展叠加逆变器替换需求，以及公司行业渗透率的提高，假设公司逆变器销量 2020/2021/2022 年分别达到 7.5/11.24/14.7GW，假设逆变器平均价格逐年下降，2020/2021/2022 年平均单瓦价格分别为 0.249/0.242/0.238 元/W，预计公司 2020/2021/2022 年逆变器业务营收分别 18.70/ 27.20 /35.50 亿元。

(2) 其他业务：基于公司未来加码布局储能逆变器，同时推广配合海外市场消防要求发展逆变器快速关断开关业务，假设公司其他业务营收 2020/2021/2022 年分别为 0.68/0.78/0.92 亿元。

(3) 锦浪科技是中小组串式逆变器龙头，高毛利海外市场布局较早，未来产能预期扩张迅速，业绩有较快增长，应享受较高溢价。

综合以上，我们认为当前时点应当给予公司 28~33 倍 PE，预计 2021 年 EPS 3.17，对应股价 88.4~104.61 元。

首次覆盖给予“推荐”评级。

我们与市场的观点的差异

(1) 传统观点认为，如果采用双面组件的话，优先选择集中式逆变器，集中式逆变器与跟踪系统、双面组件、大尺寸组件等匹配时，适应性更强。组串逆变器解决了因外接端子参数限制导致不匹配的情况，我们认为组串式渗透率未来将进一步提升。

(2) 未来随着各国对光伏安全性能要求的不断提高，AFCI(电弧故障断路器)功能将成为行业标配。组件级别控制的逆变器，如功率优化器、微型逆变器将成为行业主流，锦浪目前推出“组串+关断器”作为过渡政策。

股价上涨的催化因素

(1) 行业趋势向好，空间广阔：受益于全球光伏市场蓬勃发展，叠加逆变器替换需求，2025 年预计全球逆变器市场空间将达到 180 亿美元。

(2) 行业产品结构变化，组串式替代集中式大势所趋：组串式逆变器具备 MPPT 跟踪技术，有更好的灵活性，成本不断接近集中式逆变器，同时逐步与高功率双面组匹配，公司组串式逆变器产品渗透率将进一步提升。

(3) 公司渗透率不断提升：公司研发能力卓越，海外渠道布局较早，现金管理出色，财务结构稳健，ROE 维持在 40% 远超同业。未来发力布局储能逆变器，2020 年全球目标市占率 8%。

投资风险

光伏需求不及预期风险，国内外政策变化，超预期的技术变革

目 录

1、 后疫情叠加平价上网，锦浪“后浪”集聚力量涌立潮头	5
1.1、 抓住国内外疫情时间差“浪”，一季度归母净利润大增 7.6 倍	6
1.2、 专注于组串式逆变器，海外市场抬升整体毛利率	7
1.3、 研发实力雄厚，产品从 2G 系列迭代到 5G 系列	9
1.4、 新品 1500V 255kW 超大功率组串式逆变器适配大功率双面组件	10
2、 全球光伏市场蓬勃发展，组串式渗透率不断提升	11
2.1、 “光伏行业增长+替换需求”双轮驱动，预计 2025 年全球逆变器市场空间将达到 180 亿美元。	11
2.1.1、 全球分布式市场蓬勃发展，2025 年预计分布式新增装机 64GW	11
2.1.2、 逆变器替换需求逐步释放，预计 2025 年替换需求可达 45GW	12
2.2、 行业产品结构从集中式转向组串式，市场渗透率不断提升	12
2.2.1、 中期：组串式逆变器替代集中式逆变器趋势明显	12
2.2.2、 长期：具备 AFCI（电弧故障断路器）功能将成为行业标配	14
3、 布局未来“浪”，力争全球组串式逆变器龙头	14
3.1、 公司上下游供需结构稳定	14
3.1.1、 上游：核心原材料为 IGBT 半导体元器件、IC 半导体集成电路材料	14
3.1.2、 下游：锦浪大客户 Sunrun 收购 Vivint Solar 再添利好	15
3.2、 高毛利，高 ROE 不断巩固行业地位	16
3.3、 借中国“智”造东风，锦浪 20kW 以下逆变器出口占比第一	17
3.4、 储能逆变器将成为新业务增长点	19
4、 关键假设及盈利预测	20
5、 估值水平与投资评级	21
6、 风险提示	21
附：财务预测摘要	22
特别声明	23

图表目录

图 1： 锦浪科技历史沿革	5
图 2： 锦浪科技股权结构	5
图 3： 2016-2019 年营收复合增速 58.5%	6
图 4： 2016-2019 年归母净利润复合增速 61.8%	6
图 5： 锦浪科技 2019 年全球逆变器出货量排名第十	6
图 6： 2012-2019 年部分逆变器厂商出货情况（MW）	6
图 7： 锦浪科技按地区营收占比情况	7
图 8： 2013-2019 年锦浪科技业务营收占比情况	7
图 9： 2020Q1 公司毛利率达到 44.7%创新高	7
图 10： 2013-2019 年公司并网及储能逆变器毛利率	7
图 11： 锦浪科技 2018 年境内分功率销售价格（元/W）	8
图 12： 锦浪科技 2018 年境外分功率销售价格（元/W）	8
图 13： 锦浪科技境内、境外销售毛利率比较	8
图 14： 锦浪科技 1500V 超大功率组串式逆变器新品发布会	10
图 15： 锦浪科技 1500V 超大功率组串式中石化新星河南公司双河项目应用案例	10
图 16： 全球新增电力占比情况	11

图 17: 全球光伏新增装机量 (GW)	12
图 18: 全球分布式市场新增装机量 (GW)	12
图 19: 2018-2025 年不同类型逆变器的市场份额	13
图 20: 2016-2025 年中国逆变器分类市场比重及预测	13
图 21: 天合光能 600MW+至尊组件匹配组串式逆变器	13
图 22: 应对光伏直流高压美国出台的安规标准	14
图 23: 锦浪科技 2018 年原材料采购成本拆分	15
图 24: 固德威 2019 年原材料采购成本拆分	15
图 25: Sunrun 与 Vivint Solar 分别是美国排名第一、第三的户用光伏安装商	15
图 26: 主要光伏逆变器厂商毛利率比较	16
图 27: 主要光伏逆变器厂商 ROE 比较	16
图 28: 锦浪科技近年来销售净利率高于同行	16
图 29: 锦浪科技资产周转率 (次) 高于同行	16
图 30: 锦浪科技 2017-2019 年逆变器产量 (万台) 及产能利用率	17
图 31: 锦浪科技资产负债率大幅低于同行	17
图 32: 锦浪科技负债以应付账款和应付票据为主	17
图 33: 2020 年 1-5 月中国光伏逆变器厂商出口量 (MW)	18
图 34: 2020 年 1-5 月中国光伏逆变器出口金额 (亿美元)	18
图 35: 锦浪科技 2019 年亚太市场出货量排名第八	18
图 36: 锦浪科技 2019 年中国市场出货量排名第五	18
图 37: 锦浪科技 2019 年印度市场出货量排名第八	18
图 38: 锦浪科技 2019 年欧洲市场出货量排名第十二	18
图 39: 全球储能逆变器市场规模 (GW)	19
表 1: 2017-2019 年锦浪科技研发投入情况	9
表 2: 锦浪科技 5G 系列产品概况	9
表 3: 可比公司的 PE 比较	21

1、后疫情叠加平价上网，锦浪“后浪”集聚力量涌立潮头

公司成立于2005年，是一家专业从事分布式光伏发电系统核心设备组串式逆变器研发、生产、销售和服务的高新技术企业。拥有三家全资子公司上海欧赛瑞斯新能源科技有限公司、宁波锦浪电力有限公司、SOLIS。产品广泛应用于住宅型屋顶、工商业屋顶和地面光伏电站，凭借优异的产品性能和可靠的产品质量，在亚洲、欧洲、美洲及澳洲等多个国家和地区积累了众多优质客户，累计装机超15GW。

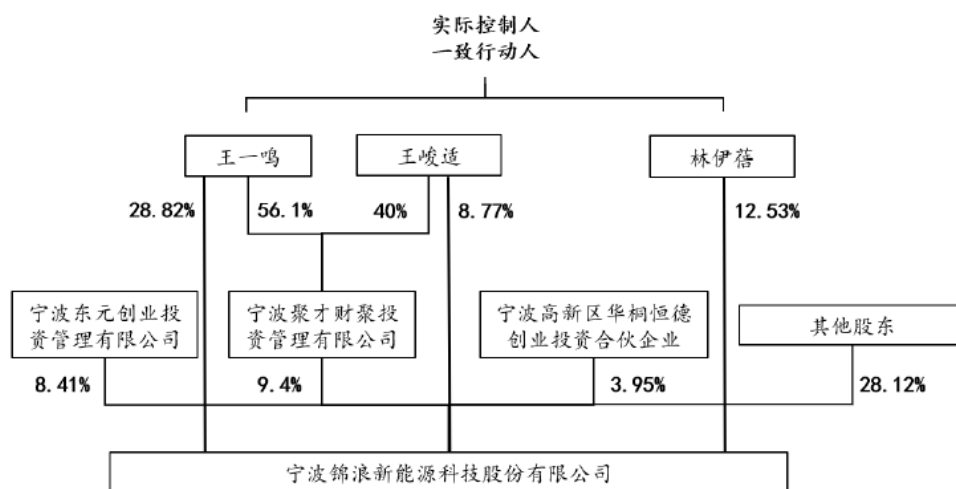
图1：锦浪科技历史沿革



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

优秀的技术研发和管理团队，股权结构稳定。创始人王一鸣为国家特聘专家、国家第三批“千人计划”引进人才，研发团队被评为浙江省重点创新团队，建有企业院士工作站。公司是国家火炬计划重点高新技术企业，已取得专利56项，并获得多项荣誉与奖项。实控人王一鸣、林伊蓓和王峻适（王峻适和林伊蓓为王一鸣父母），分别直接持有公司28.82%、12.53%和8.77%的股份，王一鸣和王峻适通过聚才财聚间接持有本公司9.03%的股份，合计拥有本公司59.15%的股份。

图2：锦浪科技股权结构

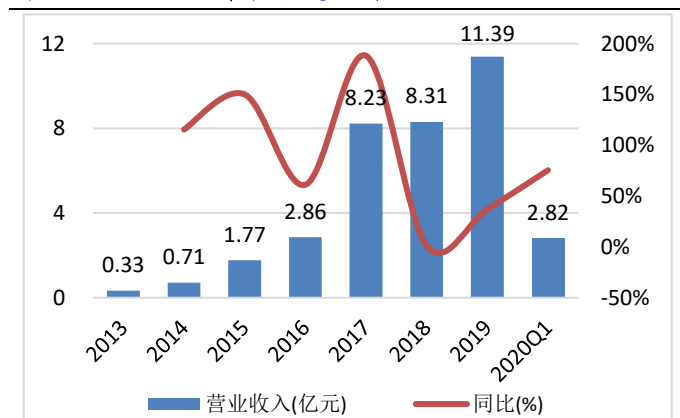


资料来源：公司年报，新时代证券研究所

1.1、抓住国内外疫情时间差“浪”，一季度归母净利润大增 7.6 倍

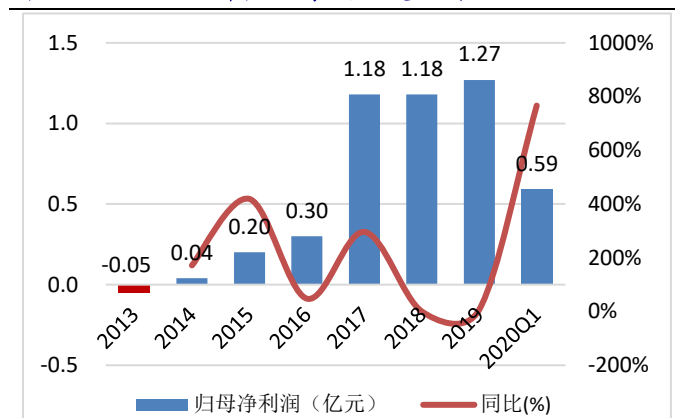
业绩增速迅猛，2020Q1 归母净利润同比增长 7.6 倍。锦浪 2016-2019 年营收由 2.86 亿元增长至 11.39 亿元，CAGR 为 58.5%。2020Q1 实现营收 2.82 亿元，同比增长 75.5%。2016-2019 年归母净利润由 0.3 亿元增长至 1.27 亿元，CAGR 为 61.8%。2020Q1 实现归母净利润 0.59 亿元，同比增长 7.6 倍。预计 2020 年上半年，公司实现归母净利润 1.05 亿元~1.3 亿元，同比增长 238.86%~319.54%。

图3：2016-2019 年营收复合增速 58.5%



资料来源：WIND、新时代证券研究所

图4：2016-2019 年归母净利润复合增速 61.8%

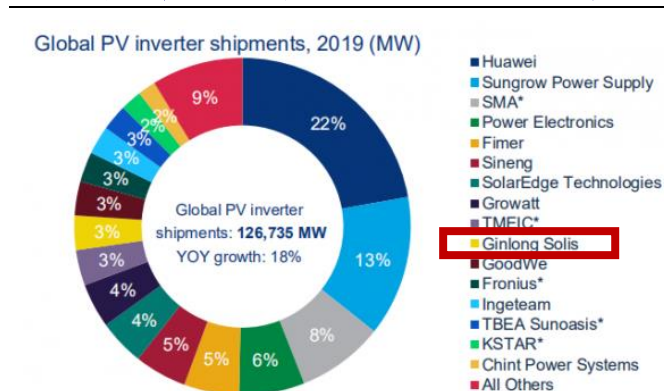


资料来源：WIND、新时代证券研究所

抓住国内与海外疫情短暂时间差，Q1 发力疫情影响较轻的海外市场。面对疫情下全球供应链难题，锦浪迅速响应，及时增加关键原材料特别是进口电子元器件的储备，减少“断顿”风险。在销售端锦浪积极与海外客户沟通了解需求，保障供给稳定。

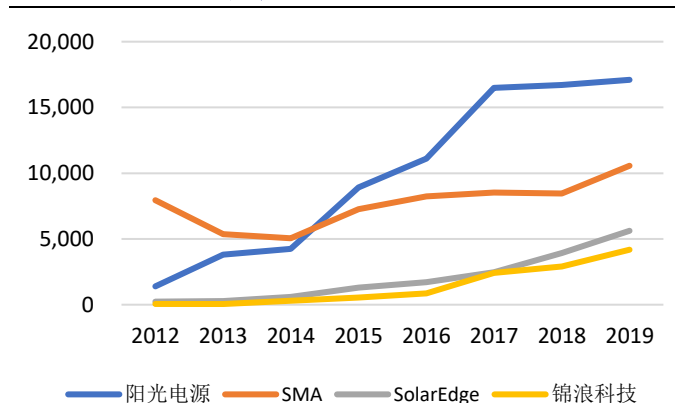
一季度公司净利润逆势高增长的四大原因：首先，锦浪科技研发能力的提升，陆续推出了有市场竞争力的新产品，提升市场份额；第二，营销渠道和营销团队的大力铺陈与沉淀，帮助公司在传统市场和新兴市场的销售快速提升；第三，公司自去年以来针对逆变器产品的准入和认证做了大量的工作，获取了进入增量市场的通道；第四，2020 年 Q1 公司海外销量占比较高，高毛利率的海外业务带动净利润的提升。

图5：锦浪科技 2019 年全球逆变器出货量排名第十



资料来源：Wood Mackenzie，新时代证券研究所

图6：2012-2019 年部分逆变器厂商出货情况 (MW)



资料来源：能源一号，新时代证券研究所

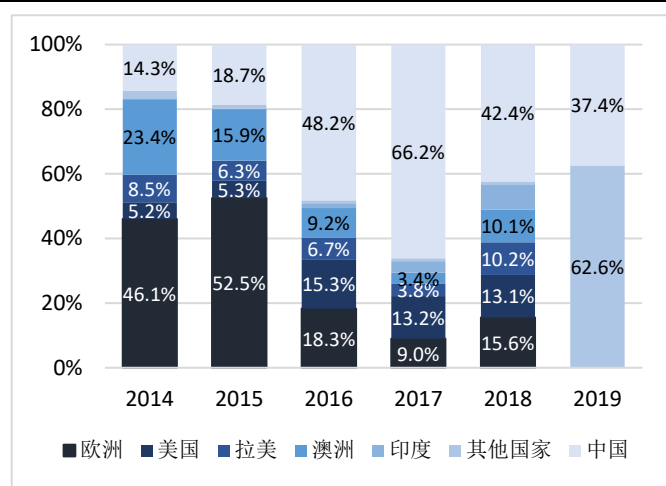
根据 Wood Mackenzie 数据，2019 年锦浪科技全球逆变器出货量 3.8GW 左右，排名第十，市占率 4%。2020 年公司不断加大研发创新，目标市占率 8%。

1.2、专注于组串式逆变器，海外市场抬升整体毛利率

专注于组串式逆变器业务，2019 年公司并网逆变器实现营收 10.73 亿元，占比 94.2%。2019 年储能逆变器实现营收 1733 万元，占比 1.5%。2018 年并网逆变器业务中，三相组串式逆变器占比 51.1%，单相组串式逆变器 4G 系列占比 44.6%。

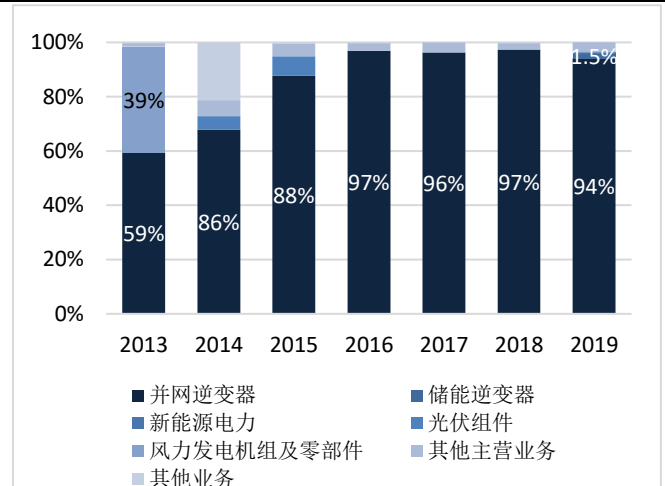
及时相应市场需求，地区营收战略动态调整。锦浪科技 2013-2014 年欧洲市场占总营收接近 50%左右，2016-2018 年锦浪调整方向，产品主要面向国内市场，其中 2017 年国内营收占总营收的 66.2%，创历史新高。2018 年国内“531”政策出台，公司迅速将战略重心转移至欧美等高毛利的海外市场，2019 年海外营收占总营收 62.6%。2020 年随着新冠肺炎疫情在海外持续发酵，公司将考虑提升国内订单量来降低海外业务的负面影响。

图7：锦浪科技按地区营收占比情况



资料来源：WIND、新时代证券研究所

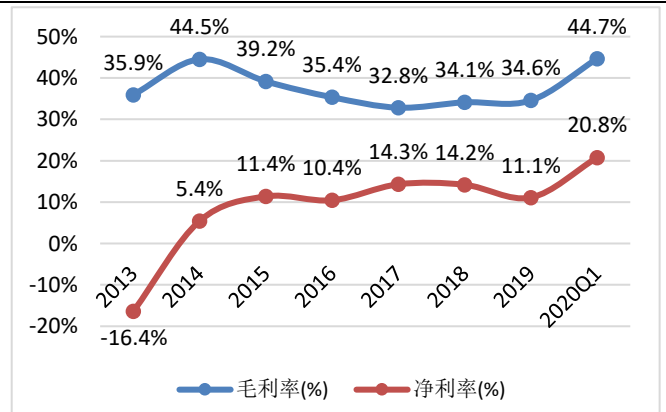
图8：2013-2019 年锦浪科技业务营收占比情况



资料来源：WIND、新时代证券研究所

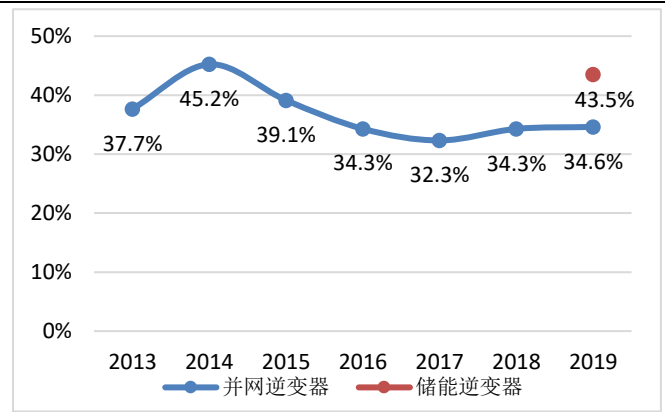
海外市场拉升整体毛利率，2020Q1 毛利率达到 44.7%，创历史新高。2019 年报数据显示，锦浪海外出口毛利率为 44.7%，国内市场毛利率仅为 17.6%，其中公司储能逆变器毛利率达到 43.5%，并网逆变器毛利率达到 34.6%。由于海外客户更能接受产品价值带来的高溢价，锦浪 2020Q1 海外销量上升是利润快速增长的主要原因。2017 - 2018 年公司净利率保持在 14%左右，2020Q1 达到 20.8%，净利润的拉升主要依靠高毛利的海外市场。

图9：2020Q1 公司毛利率达到 44.7%创新高



资料来源：WIND、新时代证券研究所

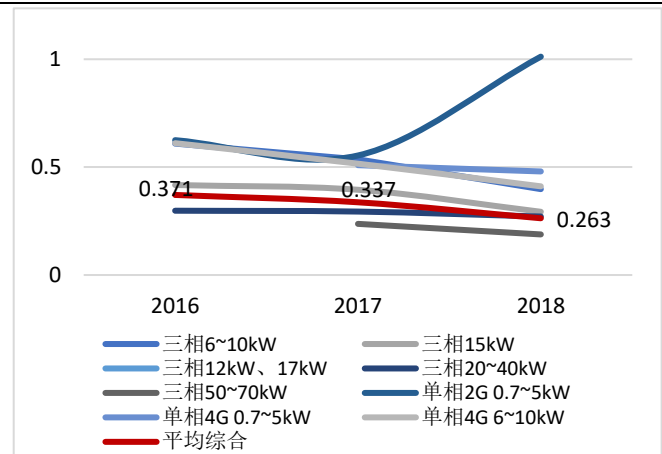
图10：2013-2019 年公司并网及储能逆变器毛利率



资料来源：WIND、新时代证券研究所

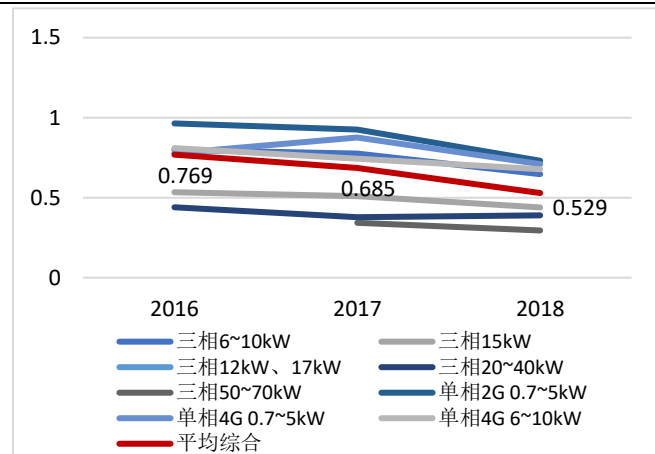
单位生产成本大多在 0.2-0.3 元/W 之间，单瓦成本与功率成反比。公司组串式逆变器产品内部由主板、电弧故障检测板、DSP 板、逆变功率板、Boost 升压功率板、EMI 板等部件组成。在不断研发投入后，在同类产品中锦浪科技优势明显，单位生产成本大多在 0.2-0.3 元/W 之间，相对而言产品功率越高单瓦销售价格越低。

图11: 锦浪科技 2018 年境内分功率销售价格 (元/W)



资料来源: 锦浪科技招股说明书、新时代证券研究所

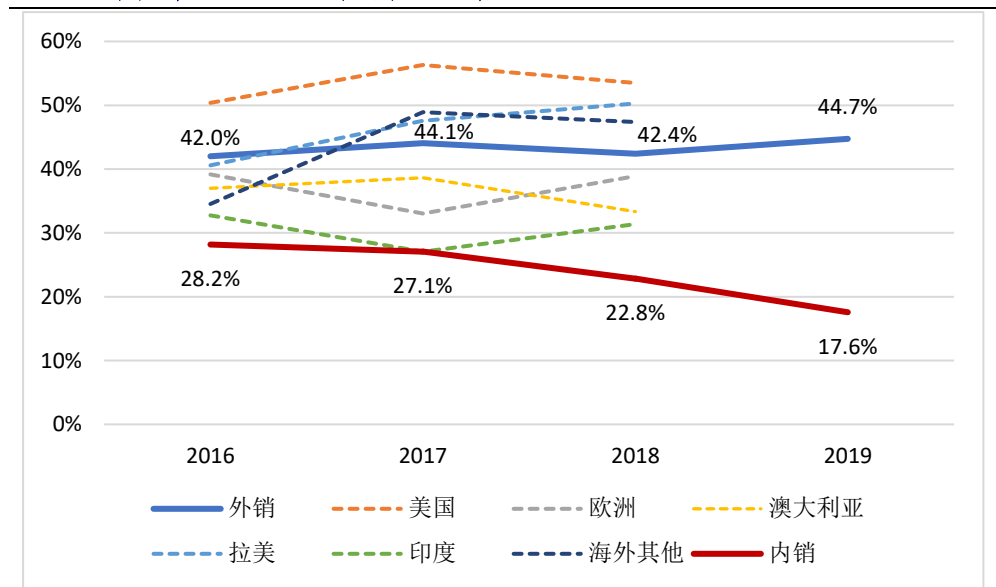
图12: 锦浪科技 2018 年境外分功率销售价格 (元/W)



资料来源: 锦浪科技招股说明书、新时代证券研究所

公司产品海外毛利率更高。公司 2019 年海外销售毛利率达到 44.7%，远高于国内 17.6%。主要由于在逆变器领域，海外市场较为成熟，除产品价格外更关注产品本身可靠性、品牌及服务，具有准入门槛高、认证审核严格、认证周期长等高壁垒的特性，毛利率相对较高。而国内市场属于新兴市场，准入门槛相对较低，集中了众多逆变器厂商产品价格竞争激烈，毛利率相对较低。

图13: 锦浪科技境内、境外销售毛利率比较



资料来源: 锦浪科技招股说明书、公司年报、新时代证券研究所

细分功率来看，小型组串式逆变器占比高。2018 年，公司 0-5kW 的逆变器营收 2.5 亿元，占比 35%；5-20kW 的逆变器营收 2.7 亿元，占比 38%；50-100kW 的逆变器营收 2.0 亿元，占比 27%。公司小于 20kW（户用、BIPV 为主）的组串式逆变器营收 5.2 亿元，占比 73%。

1.3、研发实力雄厚，产品从 2G 系列迭代到 5G 系列

坚持自主研发，以技术创新驱动持续发展。公司在 6 月 30 日德国莱茵 TUV 集团主办的 2020 “质胜中国” 光伏盛典上斩获商用光伏中功率光伏逆变器桂冠。早在 2016 年公司就突破了技术瓶颈，通过一系列的新技术的应用和产品线丰富升级，扩大产品的市场适用范围。2019 年公司共投入研发费用 4231.5 万元，同比增长 37.7%，公司产品从 2G 系列迭代到 5G 系列。2020Q1 公司研发投入 1166.1 万元，占营收 4.1%，为近年来新高，研发人数从 2017 年的 74 人增加到 131 人，将近翻倍。

表1：2017-2019 年锦浪科技研发投入情况

	2019	2018	2017
研发人员数量（人）	131	107	74
研发人员数量占比	17.73%	16.16%	12.07%
研发投入金额（万元）	4231.5	3073.4	3103.2
研发投入占营业收入比例	3.71%	3.70%	3.77%

资料来源：公司年报、新时代证券研究所

产品满足国内外市场对大型地面电站降本增效的要求，助力公司提升行业渗透率。公司研发的五代机三相 25-50kW 光伏并网逆变器、五代机 1500V 三相 250kW 光伏并网逆变器等，分别已批量生产和初样，达到研发目标，公司将用于拓展 5G 产品线，优化产品性能。开发 1500V 大功率段逆变器技术应用，满足国内外市场对大型地面电站降本增效的需求提升产品竞争力，在满足国内及国际市场需求的同 时，将进一步扩大产品市场份额。

表2：锦浪科技 5G 系列产品概况

序号	项目/机型	研发目的及适用场景	项目进展
1	五代机单相 7~8kW 光伏并网逆变器	拓展 5G 产品线，优化产品性能，提升产品竞争力，满足国内及国际市场需求	批量生产
2	五代机三相 25~50kW 光伏并网逆变器		批量生产
3	五代机 1500V 三相 125kW 光伏并网逆变器	满足国内外市场对大型地面电站降本增效的需求	批量生产
4	五代机三相 80~110kW 光伏并网逆变器	针对工商业电站和地面电站开发高功率机型应用	批量生产
5	五代机三相 90~136kW 光伏并网逆变器	针对工商业电站和地面电站开发大型技术应用	批量生产
6	五代机 1500V 三相 250kW 光伏并网逆变器	满足国内外市场对大型地面电站降本增效的需求	批量生产
7	五代机单相 3kW 交流耦合储能光伏并网逆变器	丰富储能产品线，匹配户用光伏储能系统应用场景	批量生产
8	五代机单相 5-10kW 高压储能光伏并网逆变器	匹配大型户用光伏储能系统应用场景	小批量生产
9	五代机三相 5-10kW 高压储能光伏并网逆变器	匹配户用及小型工商业三相光伏储能系统	正样
10	五代智能功率控制盒	满足国内及国际市场对 MW 级自发自用和智能电站控制项目的方案需求	批量生产
11	光伏系统组件级快速关断设备 MLRSD	契合国际市场对光伏系统快速关断的安全需求	批量生产
12	锦浪三代监控平台开发项目	重点产品线升级优化，包括软件、硬件和通讯等多种技术实际化应用	试运行

资料来源：公司年报，新时代证券研究所

1.4、新品 1500V 255kW 超大功率组串式逆变器适配大功率双面组件

1500V 255kW 超大功率组串式逆变器适配大功率双面组件，为公司行业渗透率进一步提升添砖加瓦。组件输出功率的不断增大，对于降低度电成本具有极大的推动作用，同时也对逆变器等配套设备的兼容性提出了更高的要求。传统观点认为，如果采用双面组件的话，优先选择集中式逆变器，集中式逆变器与跟踪系统、双面组件、大尺寸组件等匹配时，适应性更强。设计人员在选择逆变器时会主要从逆变器的过载能力，启动电压、开路电压以及逆变器成本和直流侧进线断路器选型等方面考虑。锦浪最新推出的大功率 1500V 组串逆变器解决了因为外接端子参数限制导致不匹配的情况，公司行业渗透率有望进一步提升。

图14： 锦浪科技 1500V 超大功率组串式逆变器新品发布会



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

锦浪 1500V 超大功率组串式逆变器应用案例。锦浪科技在河南省南阳市桐柏县河南油田双河东区中石化新星河南公司双河项目正式竣工并网。该项目采用全额上网模式，使用的是 GCI-(196-230)K-EHV-5G, 1500V 超大功率组串式逆变器。该解决方案从防水、防风沙、防腐蚀、整体结构、内部电气排布等多个方面全方位优化，以保证设备在恶劣环境的环境下，逆变器能够长时间、安全稳定运行。并且该系统解决方案拥有众多优势，送电损耗小，经济效益好，在节能减排方面开辟了新途径。

图15： 锦浪科技 1500V 超大功率组串式中石化新星河南公司双河项目应用案例

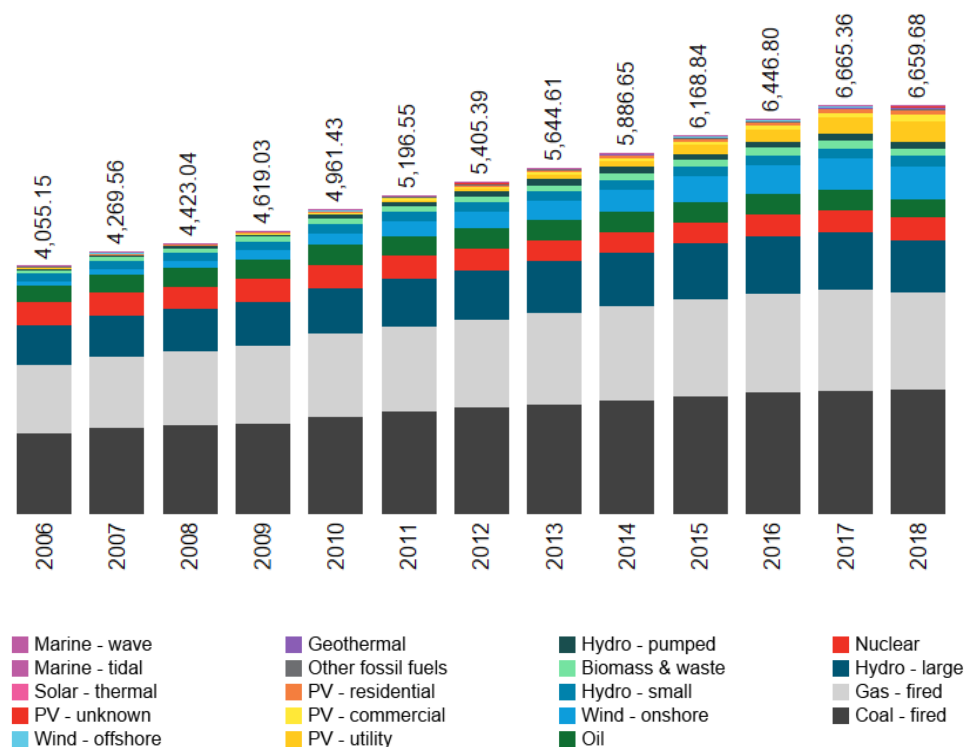


资料来源：公司官网，新时代证券研究所

2、全球光伏市场蓬勃发展，组串式渗透率不断提升

光伏在全球新增电力中占比逐年提升。近年来光伏度电成本已从 2010 年的 0.36\$/kWh 快速下降至 2017 年的 0.1\$/kWh，降幅高达 72%，是所有可再生能源类型中降本速度最快的能源。光伏已经成为全球大部分国家和地区最便宜的能源形式之一。

图16：全球新增电力占比情况



资料来源：BNEF，新时代证券研究所

据国际能源署（IEA）预测，到 2030 年全球光伏累计装机量有望达到 1721GW，到 2050 年将进一步增加至 4670GW，发展潜力巨大。

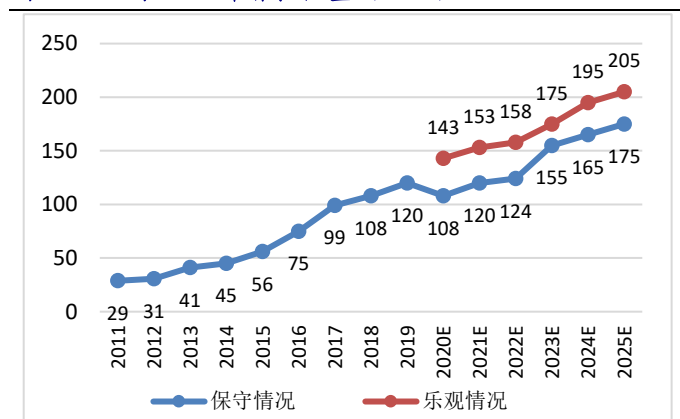
2.1、“光伏行业增长+替换需求”双轮驱动，预计 2025 年全球逆变器市场空间将达到 180 亿美元。

2.1.1、全球分布式市场蓬勃发展，2025 年预计分布式新增装机 64GW

受益于分布式光伏蓬勃发展，组串式逆变器将迎来快速增长。相对于集中式光伏，分布式光伏具有投资小、建设快、占地面积小、灵活性较高等特点，是未来光伏发展的主要方向。由于组串式逆变器系统发电效率高，随着其技术不断进步、成本快速下降，组串式逆变器单体功率增加，目前市场占比已超过集中式逆变器组串式逆变器市场规模，并将持续增长。

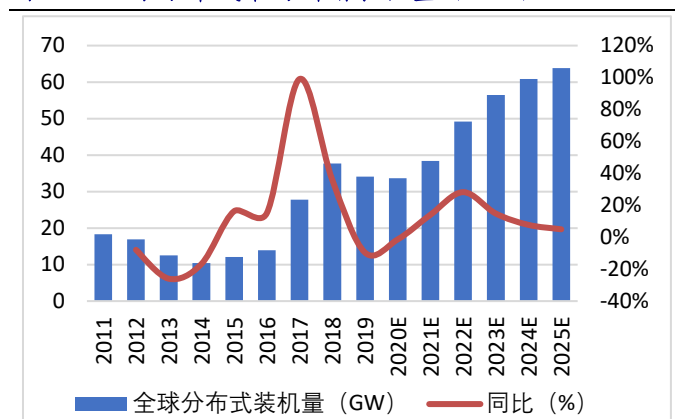
全球分布式市场蓬勃发展，2025 年预计分布式新增装机 64GW。根据 BNEF 数据显示，2011-2019 年全球新增光伏装机量 CAGR 为 19.4%，2019 年装机量达到 120GW，其中分布式光伏 34.1GW。预计 2025 年光伏新增装机量可达到 205GW，其中分布式预计新增 64GW。

图17: 全球光伏新增装机量 (GW)



资料来源: CPIA、BNEF, 新时代证券研究所

图18: 全球分布式市场新增装机量 (GW)



资料来源: CPIA、BNEF、新时代证券研究所

2.1.2、逆变器替换需求逐步释放, 预计 2025 年替换需求可达 45GW

全球逆变器替换需求 2025 年可达到 45GW。有别于光伏组件 25-30 年的使用寿命, 光伏逆变器的使用寿命一般在 10 年左右, 这意味着在光伏电站运行周期内, 至少需要更换一次逆变器产品。全球光伏市场自 2001 年进入商用化发展快车道, 随着时间积累, 逆变器替换市场需求逐步显现。

据 Wood Mackenzie 数据显示, 截至 2020Q1 “使用到寿命终止”需要更换的光伏逆变器达到 21GW。我们根据 2019 年《光伏电站设计规范 (征求意见稿)》发布的容配比新规, 假设容配比国内 1.12 海外 1.35 进行测算, 保守估计 2025 年全球逆变器替换需求可达 45GW, 空间广阔。

2.2、行业产品结构从集中式转向组串式, 市场渗透率不断提升

2.2.1、中期: 组串式逆变器替代集中式逆变器趋势明显

追溯逆变器过去 25 年发展历史, 组串式替代集中式趋势明显。1995 年组串式逆变器问世, 当时的光伏电站容量仅为 1~2kW 左右。随着行业电站容量的扩大和对经济性的考虑, 2002 年以 SMA 为首的各大逆变器厂商相继推出了集中式逆变器, 被广泛应用于地面电站。2013 年以来, 组串式逆变器技术迭代迅速, 成本已经接近集中式逆变器, 因组串式可以提供更好的灵活性, 被越来越多的业主所接受。

组串式逆变器市场占比逐步提升。根据 GTM Research 发布的《Global PV Inverter & MLPEs Landscape》(全球光伏逆变器概览) 调研报告显示, 2015 年至 2019 年全球逆变器市场中, 组串式逆变器占比呈现不断上升的趋势, 2017 年组串式逆变器出货量首次超过集中式, 规模约为 4GW。根据中国光伏行业协会发布的《中国光伏产业发展路线图 (2019 年版)》, **2019 年组串式逆变器市场占有率为 59.04%, 为占比最大的逆变器品种**, 未来随着组串式逆变器在大型地面电站的广泛应用, 市场占比将进一步提升。

图19： 2018-2025 年不同类型逆变器的市场份额

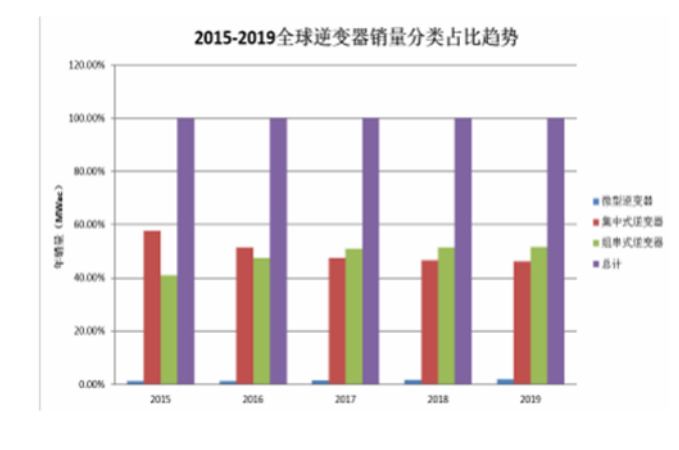
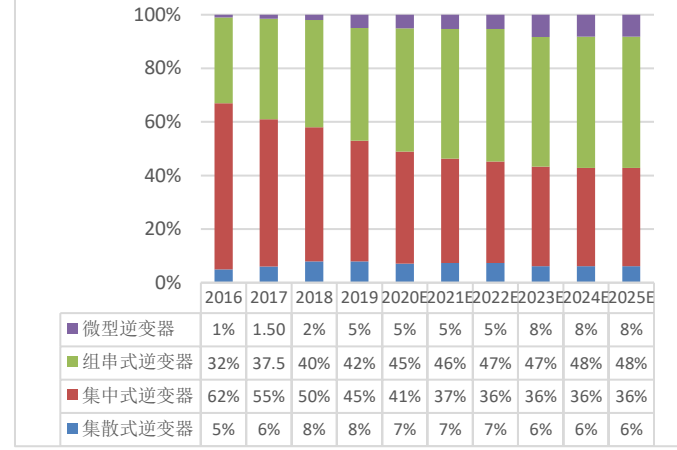
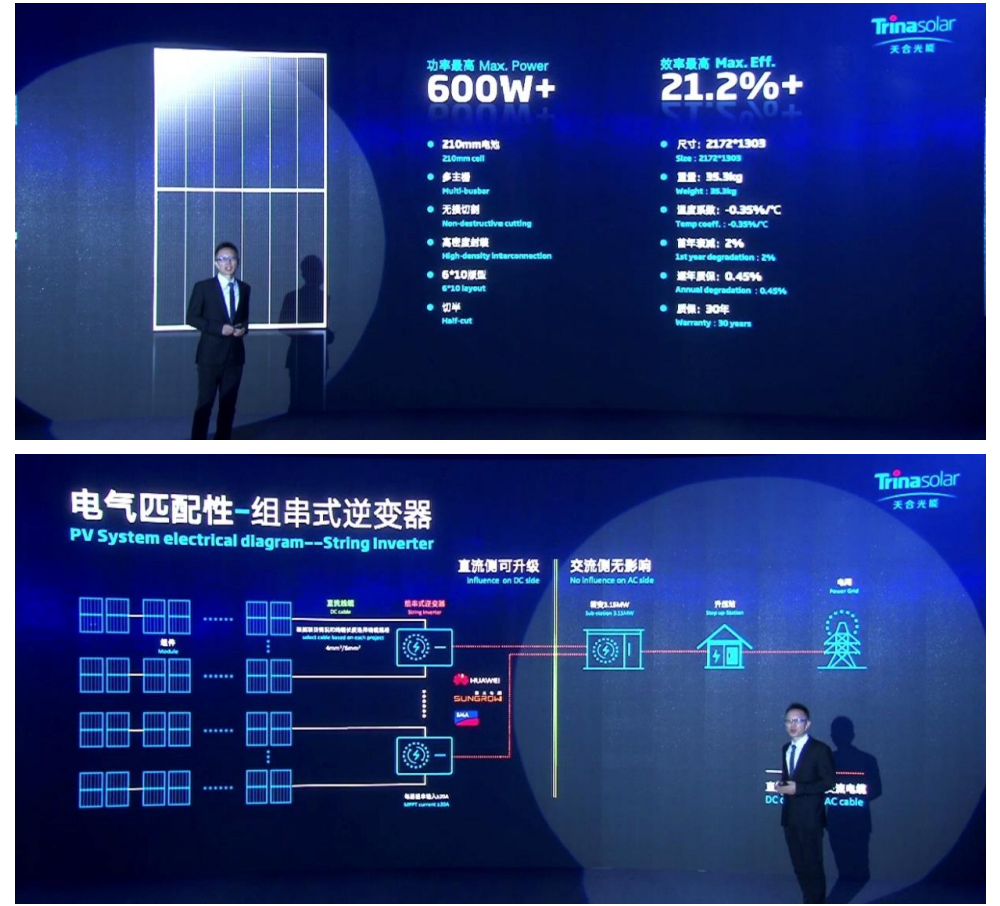


图20： 2016-2025 年中国逆变器分类市场比重及预测



2020年7月16日，天合光能发布600MW+至尊组件，明确表示600MW+至尊组件将匹配组串式逆变器，可见组串式逆变器在高功率组件中得到越来越广泛的应用。

图21： 天合光能 600MW+至尊组件匹配组串式逆变器

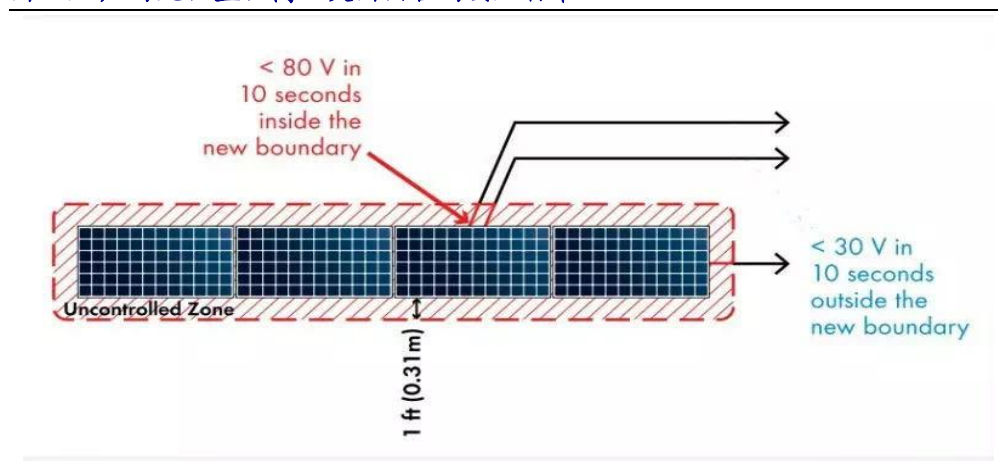


2.2.2、长期：具备 AFCI（电弧故障断路器）功能将成为行业标配

我们 6 月 23 日发布的光伏行业逆变器系列报告《美国 Ten bagger: SolarEdge 和 Enphase 对国内逆变器行业的启示》中提到，直流高压引起的电弧火花是造成光伏组件失火的重要原因。具备组件级别控制（MLPE）的逆变器如功率优化器、微型逆变器可以解决组件失火问题，随着各国政府对安全性的逐步重视，未来将成为行业主流。目前锦浪科技推出了兼顾安全性和经济适用性的“组串式逆变器+组件级快速关断设备 MLRSD”作为过渡政策方案，在海外市场已经得到部分应用。

应对直流高压出台的安规标准。在美国、欧洲、日本、澳洲等发达国家，对光伏系统中的直流高压问题已出台强制措施。美国 NEC690.12 中，对此快速关断做出了严格的要求——以距离到光伏矩阵 305mm 为界限，在快速关断装置启动后 30S 内，界限范围外电压降低到 30V 以下，界限范围内电压降低到 80V 以下，也就是要求实现“组件级关断”；意大利，消防员在建筑物带电压的情况下，是不可以进行灭火工作的；德国，率先执行 VDE 防火安全标准，明确规定在光伏系统中逆变器与组件之间需要增加一个直流电切断装置；澳大利亚，根据 OVE R11-1: 2013 规范，在组件附近必须有断路装置。

图22： 应对光伏直流高压美国出台的安规标准



资料来源：昱能科技官网，新时代证券研究所

3、布局未来“浪”，力争全球组串式逆变器龙头

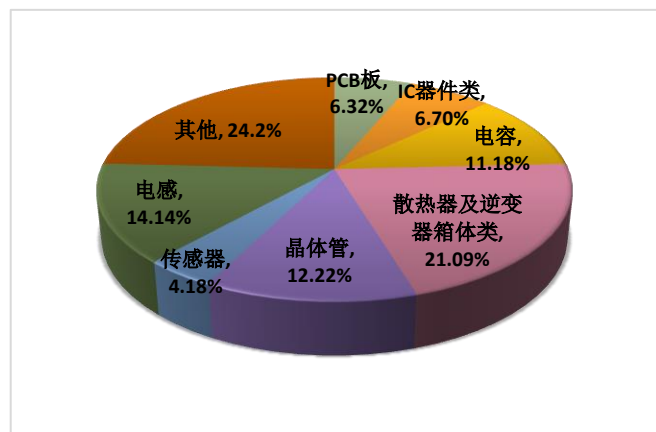
3.1、公司上下游供需结构稳定

3.1.1、上游：核心原材料为 IGBT 半导体元器件、IC 半导体集成电路材料

上游核心原材料为 IGBT 半导体元器件、IC 半导体集成电路材料。其中 IGBT 元器件主要生产厂商为德国英飞凌公司（Infineon）和美国安森美半导体公司（ON Semiconductor），IC 半导体主要生产厂商为美国德州仪器公司（TI）、意大利意法半导体公司（ST）和荷兰恩智浦公司（NXP）。生产上述部件的国内生产商较少且与进口部件相比，产品稳定性，技术指标存在一定差异。

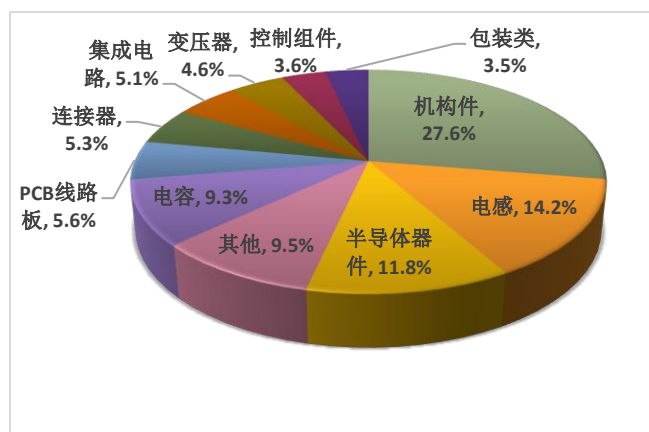
原材料成本拆分，2018 年锦浪 IC 器件类占比 6.7%。光伏逆变器生产所需的主要材料包括机构件、电子元器件以及辅助材料等。其中机构件主要为塑胶件、铸件、钣金件、散热器等；电子元器件包括功率半导体器件、集成电路、电感、PCB 线路板、电容、开关器件、连接器等；辅助材料主要包括胶水、包材、绝缘材料等。

图23: 锦浪科技 2018 年原材料采购成本拆分



资料来源: 锦浪科技招股说明书、新时代证券研究所

图24: 固德威 2019 年原材料采购成本拆分



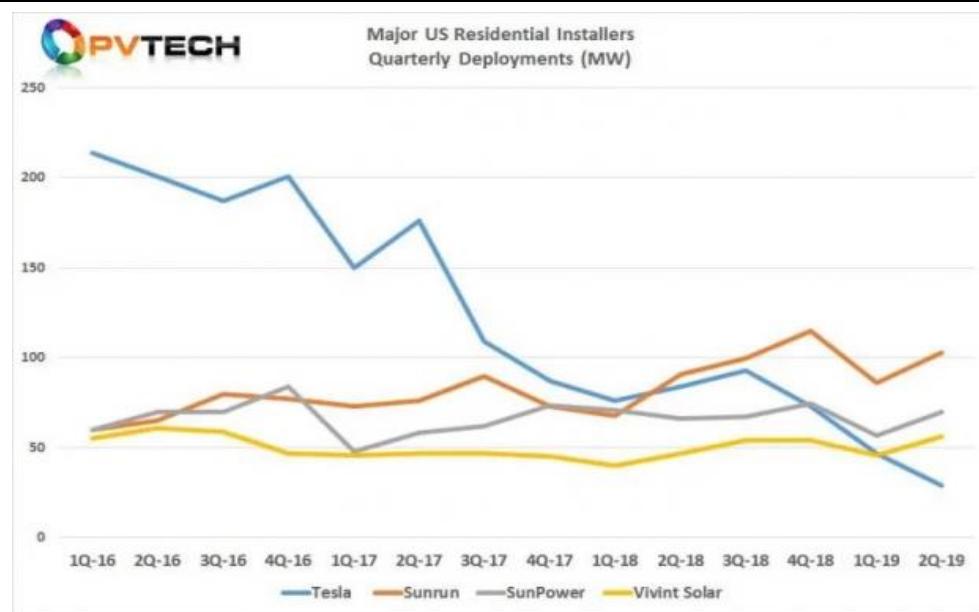
资料来源: 固德威招股说明书、新时代证券研究所

3.1.2、下游: 锦浪大客户 Sunrun 收购 Vivint Solar 再添利好

公司下游客户包括光伏发电系统集成商、EPC 承包商、安装商和投资业主等。光伏发电系统集成商是通过采购光伏组件、并网逆变器、支架等其它电气设备等部件后，匹配集成后销售给下游安装商或投资业主。公司目前主要合作的光伏发电系统集成商包括美国最大的住宅系统安装商 Sunrun Inc、英国最大的光伏销售商 Segen Ltd、国内最大的户用光伏安装商浙江正泰、澳大利亚最大的新能源发电资产业主等都是锦浪的客户。

2020 年 7 月 6 日 Sunrun 宣布以换股方式收购 Vivint Solar。Sunrun 将以全股票交易方式收购 Vivint Solar, Vivint Solar 的普通股将转换成 0.55 股 Sunrun 普通股。Vivint Solar 股东预计将拥有约 Sunrun 36% 的股权, Sunrun 股东预计将拥有收购完成后公司完全稀释股份的约 64%。Sunrun 与 Vivint Solar 分别是美国排名第一、第三的户用光伏安装商, 2019 年安装量分别为 412.7MW、233.1MW。两家合并后将进一步扩大规模、提升运营效率、节约成本, 加快推动美国户用光伏市场的发展。

图25: Sunrun 与 Vivint Solar 分别是美国排名第一、第三的户用光伏安装商

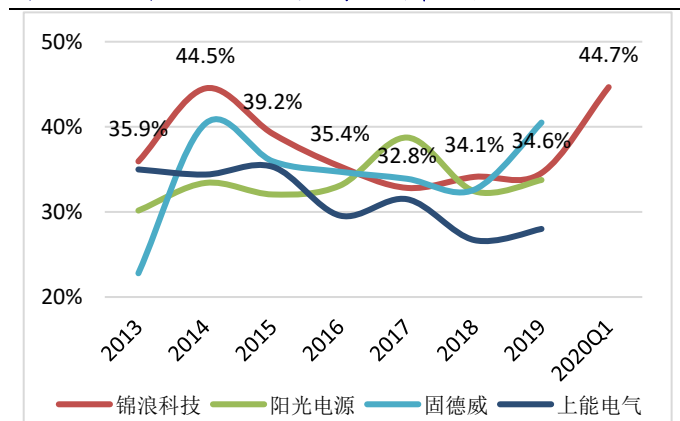


资料来源: PV-Tech, 新时代证券研究所

3.2、高毛利，高 ROE 不断巩固行业地位

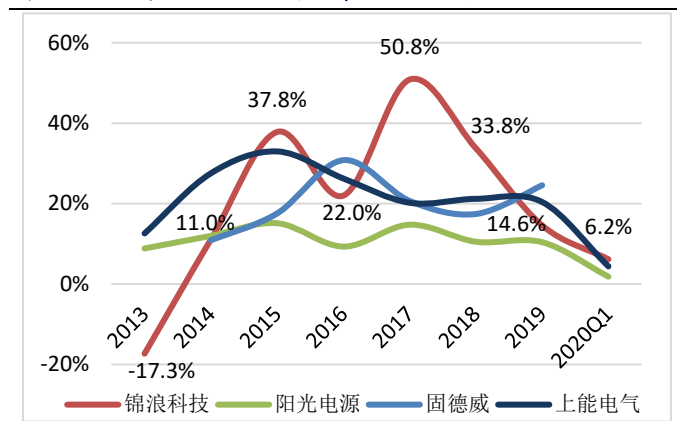
盈利能力较好，毛利率常年高于行业平均水平。公司管理水平卓越，期间费用率在行业内处于较低水平。由于公司近年来加码布局海外市场，销售费用率 2017-2019 年分别为 15.5%，18.4%，20.5%。由于公司前期针对逆变器产品的准入和认证做了大量的工作，获取了进入增量市场的通道，2020Q1 公司迅速投向先期疫情较轻的高毛利海外市场，综合毛利率达到 44.7%，创历史新高。

图26：主要光伏逆变器厂商毛利率比较



资料来源：WIND，新时代证券研究所

图27：主要光伏逆变器厂商 ROE 比较

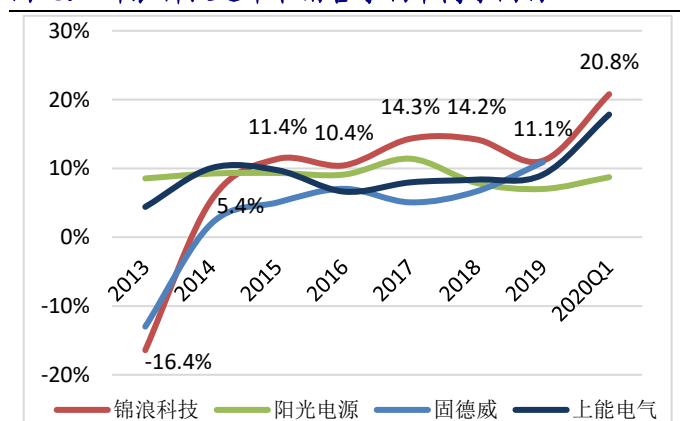


资料来源：WIND，新时代证券研究所

公司 ROE 整体处于较高水平。公司 2017-2018 年 ROE 远高于行业平均水平，2017 年公司 ROE 为 50.8%，创历史新高。由于锦浪产品技术迭代较快，降本路径清晰，叠加布局海外高毛利市场，公司净利率和资产周转率和净利率都远高于行业平均水平。未来随着新产品系列推出，运营能力不断优化，净利率和资产周转率有望平稳增长。

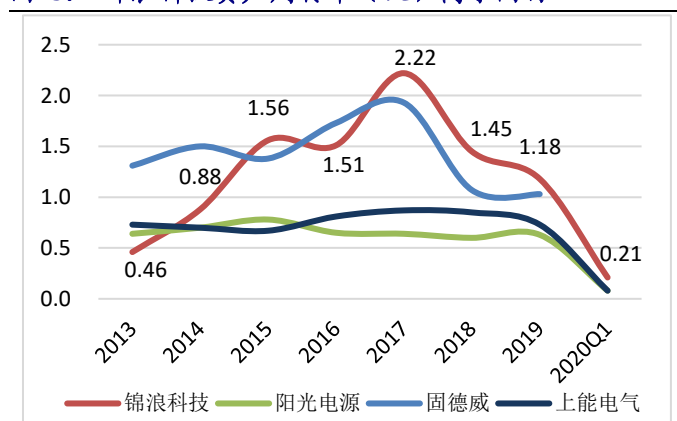
低杠杆率拖累 ROE，未来继续融资扩产加快发展步伐。2017-2020Q1 公司权益乘数分别为 2.02、1.97、1.59、1.51，整体杠杆率逐年降低，企业负债程度较低。公司未来计划继续融资扩张优势产能，权益乘数有望提升。

图28：锦浪科技近年来销售净利率高于同行



资料来源：WIND，新时代证券研究所

图29：锦浪科技资产周转率（次）高于同行

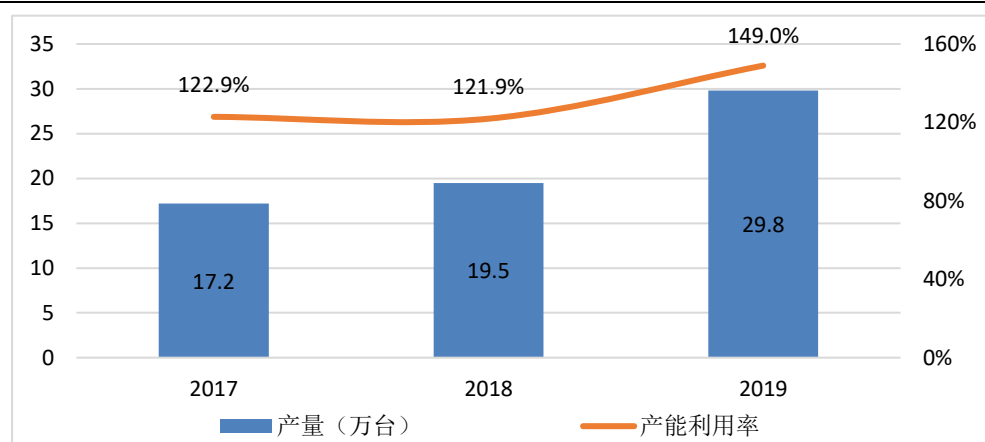


资料来源：WIND，新时代证券研究所

募投 7.25 亿加码产能扩张，业绩潜力足。2017-2019 年锦浪产能利用率均在 120% 以上。2017-2019 年，锦浪科技产品销售快速增长，营业收入年均复合增长率为 17.61%，同期公司产量分别为 17.20 万台、19.50 万台、29.80 万台，产能利用率分别为 122.87%、121.90%、148.98%，在过往年度的产能利用率均处于高负荷状

态。2020年5月公司非公开发行股票募集资金总额不超过7.25亿元，完全达产后逆变器年产能将新增40万台，其中组串式并网逆变器产能为30万台，储能逆变器年产能为10万台。

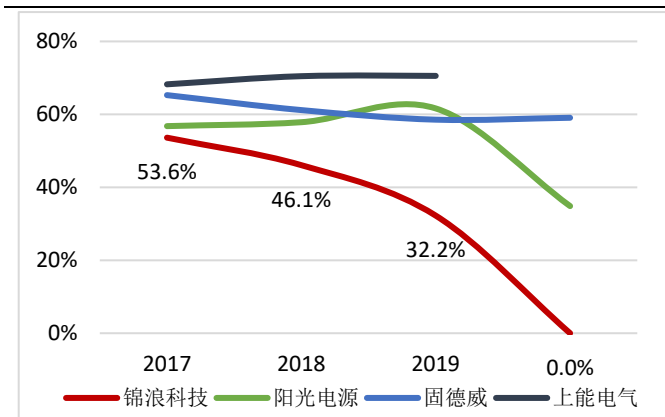
图30：锦浪科技2017-2019年逆变器产量（万台）及产能利用率



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

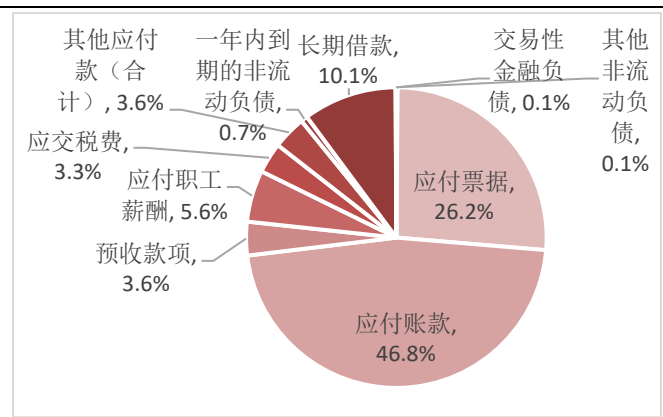
财务稳健，资产负债率较低。公司从2019年开始积极融资扩厂，2020Q1资产负债率相比2019年有所提升，但仍处于行业较低水平。负债结构以应付账款和应付票据为主，2019年锦浪科技总负债4.2亿元，其中应付账款1.9亿元，应付票据1.1亿元。

图31：锦浪科技资产负债率大幅低于同行



资料来源：WIND，新时代证券研究所

图32：锦浪科技负债以应付账款和应付票据为主



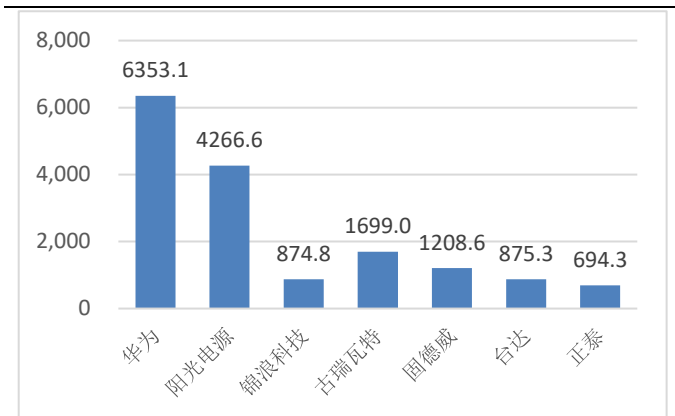
资料来源：WIND，新时代证券研究所

3.3、借中国“智”造东风，锦浪20kW以下逆变器出口占比第一

2020年1-5月，中国光伏逆变器出口出货量达24.2GW，出口总额8.3亿美元。其中华为出口额1.23亿美元，排名第一，阳光电源出口额1.16亿美元，位居第二，锦浪出口额0.58亿美元，排名第三。

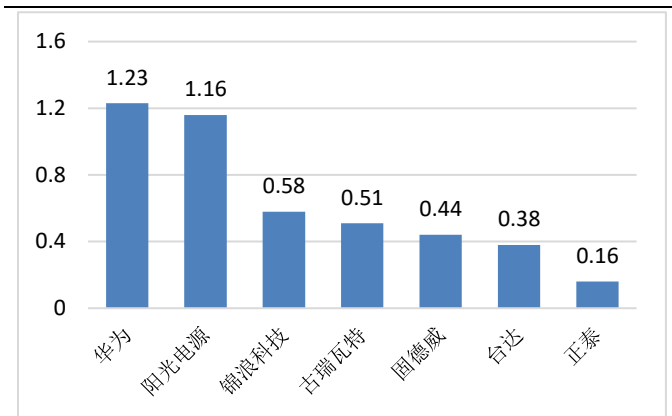
增长主要源于对欧盟、澳大利亚、美国、印度等地区出口大幅增长，特别是巴西市场出口增长迅速。今年1-5月，我国光伏逆变器对欧盟出口总出货量7.25GW，环比增长62.56%，对澳大利亚出口总出货量1.05GW，环比增长75%，对美国出口总出货量2.7GW，环比增长22.73%，对印度出口总出货量2.43GW，环比增长29.26%，对巴西出口总出货量1.81GW，环比大增151.39%。

图33: 2020年1-5月中国光伏逆变器厂商出货量(MW)



资料来源: 智新咨询, 新时代证券研究所

图34: 2020年1-5月中国光伏逆变器出口金额(亿美元)

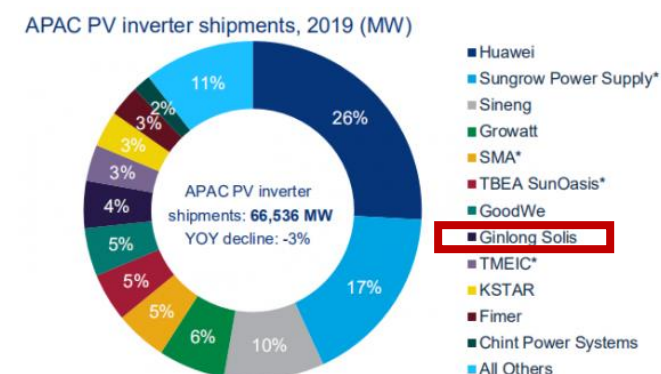


资料来源: 智新咨询, 新时代证券研究所

锦浪科技 2020 年 1-5 月平均出口售价 0.0663 美元/W, 远高于同行平均水平 (0.0257 美元/W)。2020 年 1-5 月锦浪出货量为 874.8MW, 仅为华为出货量的 1/7, 出货金额却是华为的 1/2, 可见锦浪逆变器单瓦价格远高于华为及其他同行, 公司组串式逆变器细分功率高溢价优势明显。

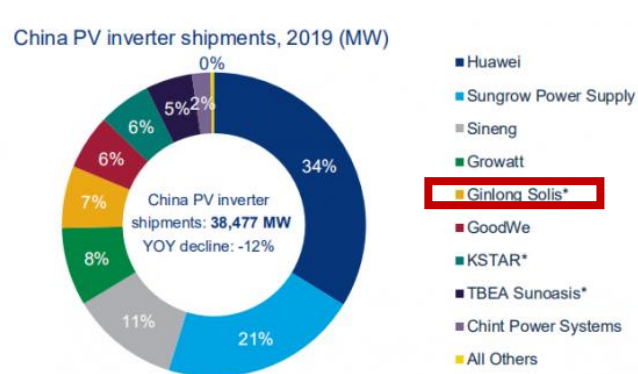
从地区范围看, 亚太地区 (不包括日本、印度) 仍是全球最重要的逆变器市场, 出货量达 66.5GW, 占 2019 年全球出货量 53% 的市场份额。其中中国市场出货量为 38.5GW, 同比下降 12%, 但仍是亚太地区最大的逆变器市场, 占比 58%。

图35: 锦浪科技 2019 年亚太市场出货量排名第八



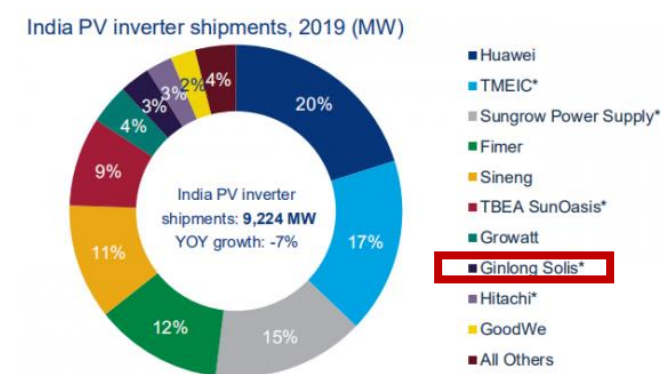
资料来源: Wood Mackenzie, 新时代证券研究所

图36: 锦浪科技 2019 年中国市场出货量排名第五



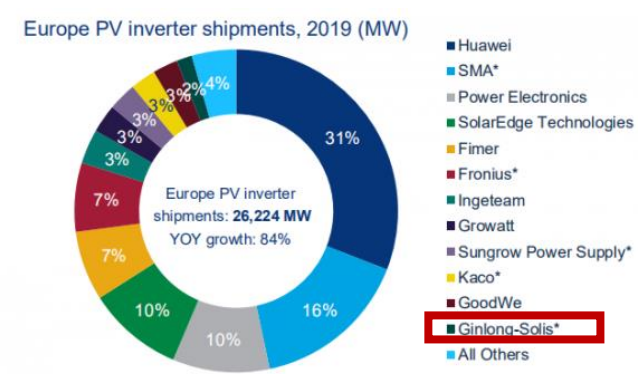
资料来源: Wood Mackenzie, 新时代证券研究所

图37: 锦浪科技 2019 年印度市场出货量排名第八



资料来源: Wood Mackenzie, 新时代证券研究所

图38: 锦浪科技 2019 年欧洲市场出货量排名第十二

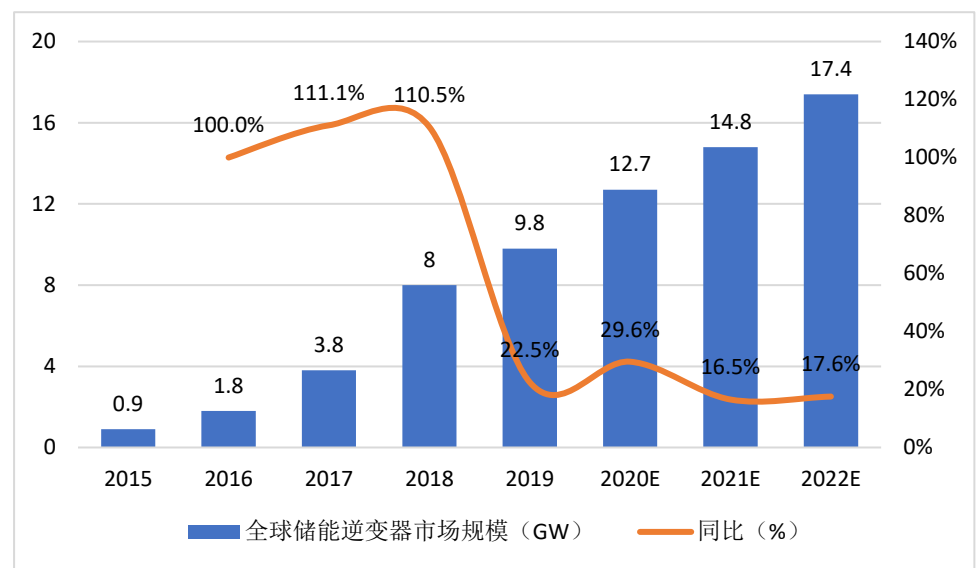


资料来源: Wood Mackenzie, 新时代证券研究所

3.4、储能逆变器将成为新业务增长点

公司加码布局储能逆变器，业务新增长点未来可期。由于海外波峰波谷的电价差比较大，储能项目收益较好，储能市场在海外发展比较快，储能市场呈现快速发展。而储能逆变器作为储能项目中的关键部件，早已成为锦浪多年研发重点储备的业务方向。预测到 2020 年底，储能逆变器市场规模能到 12.7GW，同比增速达到 30%。目前澳大利亚已经出台光伏装机必须搭配储能的政策，若按照 20% 装机比例搭配储能计算，年均 150GW 光伏装机对应储能逆变器市场规模在 30GW，市场空间广阔。

图39：全球储能逆变器市场规模（GW）



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

搭载“光伏+储能”快车道，公司储能业务增长迅速。2016-2018 锦浪连续三年蝉联中国储能产业最佳逆变器供应商，2019 年获得中国储能产业最佳 PCS 供应商奖。目前 3-5kW 储能一体式并网逆变器项目已批量投入生产，6-10kW 三相储能逆变器项目也已实现小批量生产。公司储能逆变器 2019 年实现收入 1733 万元，同比增长 228.8%，业务增长迅速。凭借业内良好的声誉和扎实的科研基础，储能逆变器有望成为公司新的增长点。

4、关键假设及盈利预测

(1) 逆变器业务：考虑光伏行业蓬勃发展叠加逆变器替换需求，以及公司行业渗透率的提高，假设公司逆变器销量 2020/2021/2022 年分别达到 7.5/11.24/14.7GW，假设逆变器平均价格逐年下降，2020/2021/2022 年平均单瓦价格分别为 0.249/0.242/0.238 元/W，预计公司 2020/2021/2022 年逆变器业务营收分别 18.70/ 27.20 /35.50 亿元。

(2) 其他业务：基于公司未来加码布局储能逆变器，同时推广配合海外市场消防要求发展逆变器快速关断开关业务，假设公司其他业务营收 2020/2021/2022 年分别为 0.68/0.78/0.92 亿元。

公司收入历史及盈利预测的详细拆分（单位：百万元）

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
总计	营收	831.38	1,139.12	1,938.18	2,798.31	3,642.38
	YOY	1.0%	37.0%	70.1%	44.4%	30.2%
	成本	547.70	745.37	1,232.71	1,801.32	2,339.05
	毛利率	34.1%	34.6%	36.4%	35.6%	35.8%
并网逆变器	营收	803.72	1073.02	1870.27	2720.31	3550.00
	YOY	1.4%	33.5%	74.3%	45.5%	30.5%
	成本	529.61	701.68	1192.86	1753.50	2279.55
	毛利率	34.1%	34.6%	36.2%	35.5%	35.8%
储能逆变器	营收	5.27	17.33	31.19	32.75	34.39
	YOY	-	228.8%	80.0%	5.0%	5.0%
	成本	2.06	9.79	16.64	18.31	19.41
	毛利率	60.9%	43.5%	46.6%	44.1%	43.6%
新能源电力生产	营收	0.00	6.27	6.39	6.52	6.65
	YOY	-	-	2.0%	2.0%	2.0%
	成本	0.00	2.17	2.17	2.17	2.17
	毛利率	-	65.4%	66.1%	66.7%	67.4%
逆变器快速关断器	营收	9.34	12.24	16.81	25.22	37.83
	YOY	-48.0%	31.1%	37.4%	50.0%	50.0%
	成本	6.42	8.12	11.23	17.41	27.85
	毛利率	31.2%	33.7%	33.2%	31.0%	26.4%
其他	营收	13.05	30.26	13.52	13.51	13.51
	YOY	20.4%	131.9%	-55.3%	0%	0%
	成本	9.61	23.61	9.81	9.93	10.07
	毛利率	26.4%	22.0%	27.4%	26.5%	25.5%

资料来源：WIND、公司财报、新时代证券研究所

5、估值水平与投资评级

我们预计共 2020-2022 年营业收入分别为 19.38、27.98、36.42 亿元，同比分别增长 70.1%、44.4%、30.2%，归母净利润分别为 2.85、4.38、5.80 亿元，对应 EPS 分别为 2.06、3.17、4.20。

锦浪科技是中小组串式逆变器龙头，高毛利海外市场布局较早，未来产能预期扩张迅速，业绩有较快增长，应享受较高溢价。

综合以上，我们认为当前时点应当给予公司 28~33 倍 PE，预计 2021 年 EPS 3.17，对应股价 88.4~104.61 元。

首次覆盖给予“推荐”评级。

表3：可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价	EPS				PE				CAGR	PEG	PB	市值
	2020-07-16	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E				亿元
锦浪科技	70.38	1.58	2.06	2.95	3.64	89.4	39.7	27.8	22.5	47.32%	0.84	10.22	97.28
阳光电源	17.33	0.61	0.78	0.97	1.17	17.19	22.26	17.93	14.76	27.15%	0.82	2.93	252.47
特变电工	7.12	0.54	0.61	0.68	0.73	12.24	11.73	10.49	9.71	11.73%	1.00	0.86	264.46
科士达	14.86	0.55	0.67	0.82	0.97	19.38	22.30	18.22	15.25	21.04%	1.06	3.28	86.55

资料来源：WIND，新时代证券研究所

6、风险提示

光伏装机量不及预期，国内外政策变化，超预期的技术变革

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	558	972	1229	1882	2566	营业收入	831	1139	1938	2798	3642
现金	230	517	702	829	1507	营业成本	548	745	1233	1801	2339
应收票据及应收账款合计	245	245	235	679	612	营业税金及附加	2	4	7	9	12
其他应收款	5	3	11	9	17	营业费用	87	136	199	250	303
预付账款	3	8	11	16	19	管理费用	42	70	105	138	196
存货	69	125	196	274	336	研发费用	31	42	72	104	135
其他流动资产	6	74	74	74	74	财务费用	-6	-15	-11	-16	-16
非流动资产	91	312	416	506	584	资产减值损失	4	-2	8	10	7
长期投资	2	0	-2	-4	-6	公允价值变动收益	0	3	1	1	1
固定资产	48	210	308	390	459	其他收益	7	7	4	5	6
无形资产	36	60	69	78	89	投资净收益	1	-3	1	1	1
其他非流动资产	4	43	42	42	43	营业利润	132	148	331	508	674
资产总计	649	1284	1645	2387	3150	营业外收入	7	0	3	3	3
流动负债	298	373	452	789	985	营业外支出	3	1	1	1	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	137	148	334	510	676
应付票据及应付账款合计	271	303	372	683	875	所得税	19	21	48	72	95
其他流动负债	26	70	80	106	109	净利润	118	127	285	438	581
非流动负债	1	42	36	30	23	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	42	36	29	22	归属母公司净利润	118	127	285	438	580
其他非流动负债	1	0	0	0	0	EBITDA	137	148	338	517	679
负债合计	299	415	488	818	1007	EPS(元)	0.85	0.92	2.06	3.17	4.20
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	60	80	138	138	138	成长能力					
资本公积	36	489	433	433	433	营业收入(%)	1.0	37.0	70.1	44.4	30.2
留存收益	254	300	566	997	1565	营业利润(%)	-2.5	12.0	123.5	53.4	32.6
归属母公司股东权益	350	869	1156	1569	2143	归属于母公司净利润(%)	0.2	7.2	125.0	53.8	32.5
负债和股东权益	649	1284	1645	2387	3150	获利能力					
						毛利率(%)	34.1	34.6	36.4	35.6	35.8
						净利率(%)	14.2	11.1	14.7	15.7	15.9
						ROE(%)	33.7	14.6	24.7	28.0	27.1
						ROIC(%)	94.4	34.0	61.2	58.0	89.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	46.1	32.3	29.7	34.3	32.0
						净负债比率(%)	-65.4	-54.3	-56.9	-50.4	-68.9
						流动比率	1.9	2.6	2.7	2.4	2.6
						速动比率	1.6	2.2	2.2	2.0	2.2
						营运能力					
						总资产周转率	1.4	1.2	1.3	1.4	1.3
						应收账款周转率	3.7	4.7	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	2.2	2.6	0.0	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.85	0.92	2.06	3.17	4.20
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.88	2.14	1.88	5.70
						每股净资产(最新摊薄)	2.53	6.29	8.35	11.33	15.49
						估值比率					
						P/E	95.8	89.4	39.7	25.8	19.5
						P/B	32.3	13.0	9.8	7.2	5.3
						EV/EBITDA	80.8	73.1	31.4	20.2	14.4

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>