

公司研究

立足智能电网、充电桩，布局储能业务

——金冠股份（300510.SZ）首次覆盖报告

要点

金冠股份：“智能电网+新能源”领域高新技术企业。公司始创于2006年，于2016年5月在创业板上市。公司第一大股东为洛阳古都资产管理有限公司，实际控制人为洛阳市老城区人民政府，是聚焦“智能电网+新能源”领域的高新技术企业，覆盖智能电网设备、新能源汽车充电设施、储能三大板块。

- 1) **智能电网方面**，公司是国内坚强智能电网、泛在电力物联网的主流供应商；
- 2) **充电桩业务方面**，在2016-2020年国网充电桩中标单位中，子公司南京能瑞以2.7%的份额**排名第7**。得益于大股东支持，公司在2020年4月成立河南古都能瑞新能源有限公司，目前在河南已经建好10个充电站，总充电量23579KW；
- 3) **储能业务方面**，公司推出“DIS全智慧感知动态增补清洁储能电力系统”，为电网节点容量不足、削峰填谷、峰谷套利、节能备电、有功及无功功率自动化调节、电能质量改善等方面带来了全新的解决方案。

剥离锂电隔膜业务，进军储能业务。2019年公司亏损12.05亿元，主要由于收购标的辽源鸿图盈利不及预期，当年计提商誉减值10.9亿元；2020年，公司实现营业收入8.45亿元，同比-8.79%；实现归属于上市公司股东的净利润为0.56亿元，实现了扭亏为盈。同时，2020年处置辽源鸿图及湖州金冠85%股权，并进军储能业务。未来随着可再生能源高比例接入带动智能电网新一轮投资，以及充电桩、储能领域业务放量，公司有望迎来新一轮发展。

具备行业完全解决方案能力优势。公司主要产品覆盖储能双向变流器、分布式双向主动均衡BMS电池管理系统、EMS能量管理系统、电池模组、电池簇及储能整体集成。公司参与制定了《储能用锂离子电池系统安全通用技术规范》，在核心技术应用中，注重自动充放电、宽温度范围适应性、模块化设计、灵活多机并联等，具备智能化监控、全方位保护功能，具备较强市场竞争力。

投资建议：我们预计公司2021-23年的营业收入分别为13.2/20.6/29.8亿元，归母净利润分别为1.52/2.57/3.65亿元，对应EPS为0.18/0.31/0.44元。当前股价对应21-23年PE分别为49/29/21倍。参考相对估值和绝对估值结果，考虑到公司立足输配电及控制设备、充电桩制造及运营，布局储能业务，长期受益于“碳中和”战略，未来增长动力强。**首次覆盖给予“买入”评级。**

风险提示：原材料价格波动风险、市场竞争风险、行业政策风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	927	845	1,324	2,061	2,984
营业收入增长率	-25.39%	-8.79%	56.68%	55.63%	44.78%
净利润(百万元)	-1,205	56	152	257	365
净利润增长率	-714.36%	NA	170.03%	69.02%	42.24%
EPS(元)	-1.45	0.07	0.18	0.31	0.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	-40.98%	2.15%	5.49%	8.59%	11.05%
P/E	NA	133	49	29	21
P/B	2.7	2.9	2.7	2.5	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-13

买入（首次）

当前价：9.05元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

huangshuaibin@ebsecn.com

联系人：陈无忌

chenwuji@ebsecn.com

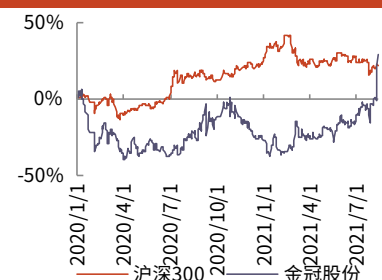
联系人：和霖

helin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.29
总市值(亿元)	74.99
一年最低/最高(元)	4.28/9.90
近3月换手率	254.66%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	30.30	53.18	55.24
绝对	28.01	52.60	63.15

资料来源：Wind

相关研报

充电与换电：协同发展为新能源汽车续航——碳中和深度报告（十一）（2021-08-09）

目 录

1、金冠股份：“智能电网+新能源”领域高新技术企业	5
1.1、公司发展历程	5
1.2、历史业绩受隔膜板块影响较大	6
1.3、2020年：剥离锂电隔膜业务，进军储能业务	7
1.4、股权结构稳定，重视研发投入	9
2、深耕电力领域，聚焦智能电网、充电桩、储能三大板块	10
2.1、智能电网	10
2.2、充电桩业务	12
2.3、储能业务	15
3、盈利预测	17
4、估值水平与投资评级	18
4.1、相对估值	18
4.2、绝对估值	19
4.3、估值结论与投资评级	20
5、风险分析	20

图目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 2016-2021 年 Q1 公司营收及同比增速.....	6
图 3: 2016-2021 年 Q1 公司归母净利润及同比增速.....	6
图 4: 公司毛利率、净利率情况.....	6
图 5: 公司 ROE、ROA 情况.....	6
图 6: 公司资产负债率较低.....	7
图 7: 公司各项费用率情况.....	7
图 8: 公司分部业务营收.....	8
图 9: 公司分部业务营收结构.....	8
图 10: 公司分部业务毛利率.....	8
图 11: 公司股权结构.....	9
图 12: 公司研发费用及占比.....	9
图 13: 公司研发人员数量及占比.....	9
图 14: 2013-2020 年新增能源发电装机容量.....	10
图 15: 2014-2020 年电源及电网投资 (亿元).....	10
图 16: 2013-2020 年电源投资 (亿元).....	11
图 17: 2013-2019 年电网投资 (亿元).....	11
图 18: 公司生产的主要产品及所处的行业情况.....	11
图 19: 国网 2019 年上半年最新环网柜中标企业排名.....	12
图 20: 2020 年国网环网柜中标企业排名.....	12
图 21: 公司 2020 年智能电网业务产品收入构成.....	12
图 22: 新能源汽车近 8 年的销量及变动.....	13
图 23: 新能源汽车和纯电动汽车近 5 年保有量.....	13
图 24: 近 9 年公共桩保有量变动.....	13
图 25: 2019-2020 年各月公共桩保有量.....	13
图 26: 2016-2020 年国网充电桩招标数量.....	14
图 27: 2016-2020 年国网充电设施中标数量格局.....	14
图 28: 公司充电桩产品线.....	15
图 29: 专业的电动汽车充电站整体解决方案.....	15
图 30: 2016-2020 年全球储能累计装机规模.....	15
图 31: 2016-2020 年国内储能累计装机规模.....	15
图 32: 2020 年全球储能累计装机分类占比.....	16
图 33: 2020 年国内储能累计装机分类占比.....	16
图 34: DIS 全智慧感知动态增补充储清洁能源电力系统.....	16
图 35: 公司储能产品线.....	17
图 36: 基于多功能互补动态策略优化的综合能源管理.....	17

表目录

表 1: 公司主营业务	7
表 2: 2018-2030 年充电桩投资及服务市场规模及测算	13
表 3: 公司分业务盈利预测情况	18
表 4: 可比公司估值比较	18
表 5: 绝对估值核心假设表	19
表 6: 现金流折现及估值表	19
表 7: 敏感性分析表	20
表 8: 绝对估值法结果汇总表	20

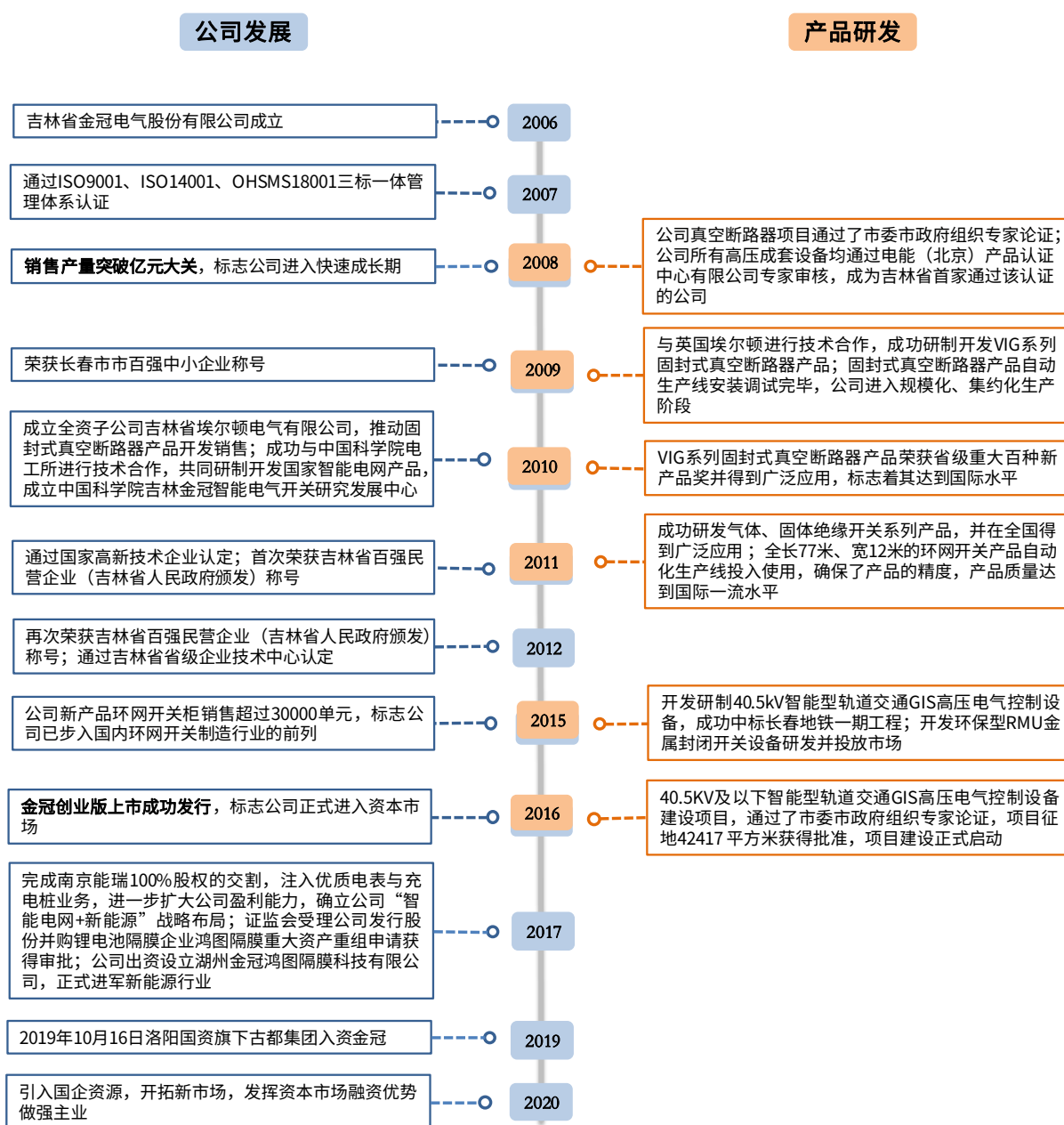
1、金冠股份：“智能电网+新能源”领域高新技术企

1.1、公司发展历程

吉林省金冠电气股份有限公司（以下简称“金冠股份”）成立于2006年10月，是聚焦“智能电网+新能源”领域的高新技术企业，覆盖智能电网设备、新能源汽车充电设施、储能三大板块。

智能电网业务方面，公司是国内坚强智能电网、泛在电力物联网的主流供应商；新能源汽车充电设施业务方面，子公司南京能瑞2020年度在全国的充电桩运营企业中排名前14位，位居国家电网2020年度充电桩中标主流供应商的前15名。

图 1：公司发展历程

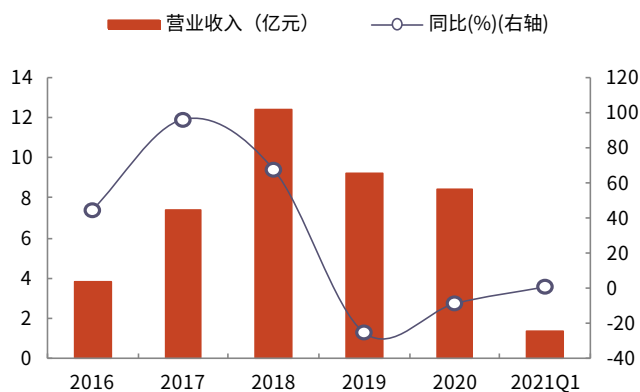


资料来源：公司官网、光大证券研究所整理

1.2、历史业绩受隔膜板块影响较大

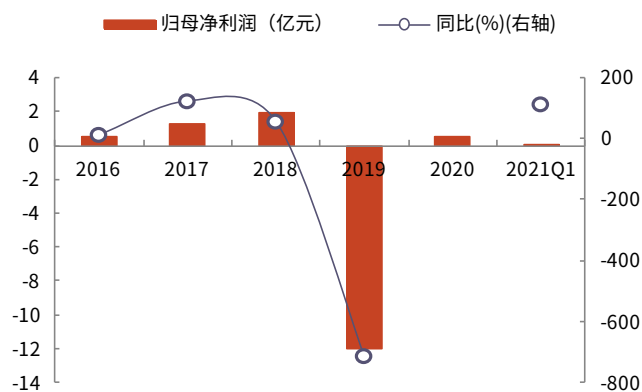
2020 年度受新冠疫情影响，宏观经济波动、行业环境持续下行叠加全球低迷的经济态势给公司经营带来一定压力。2020 年，公司实现营业收入 8.45 亿元，同比-8.79%；实现归属于上市公司股东的净利润为 0.56 亿元，实现了扭亏为盈。2021 年 Q1，公司实现营业收入 1.38 亿元，同比+0.73%；实现归属于上市公司股东的净利润为 189 万元，同比+112.9%。

图 2：2016-2021 年 Q1 公司营收及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：2016-2021 年 Q1 公司归母净利润及同比增速



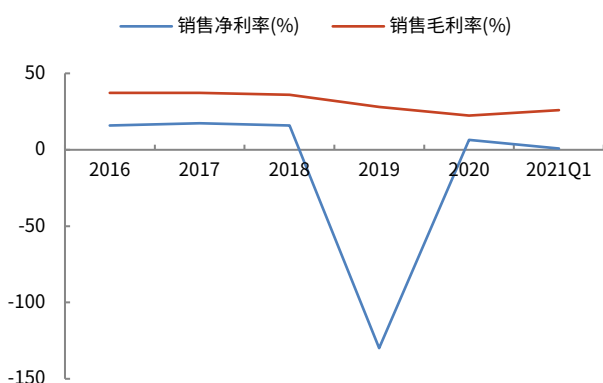
资料来源：Wind，光大证券研究所

公司盈利能力有所改善。2019 年公司亏损 12.05 亿元，盈利指标显著恶化，主要由于当年计提商誉减值 10.9 亿元。

2018 年，公司发行股份及支付现金购买辽源鸿图锂电隔膜（以下简称“辽源鸿图”）100%股权，作价 14.76 亿元。辽源鸿图 2018-2020 年业绩承诺分别为 1.3、1.69、2.2 亿元，受新能源车补贴退坡影响，辽源鸿图开工率下行，实际完成额为 0.77、-0.31、-1.05 亿元。因此，2019 年，公司对辽源鸿图计提商誉减值 10.9 亿元。

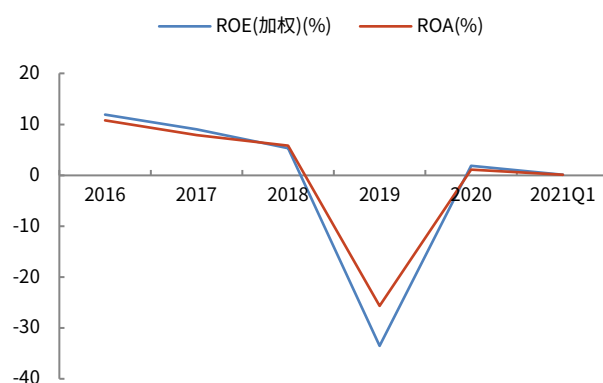
2020 年，公司各项盈利指标有所恢复，主要受公司处置辽源鸿图及湖州金冠 85% 股权产生的投资收益影响。

图 4：公司毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

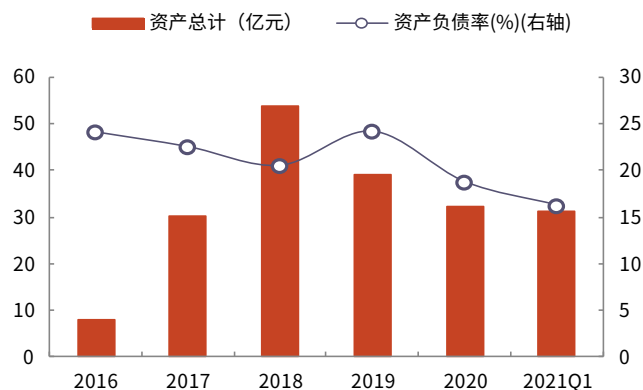
图 5：公司 ROE、ROA 情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

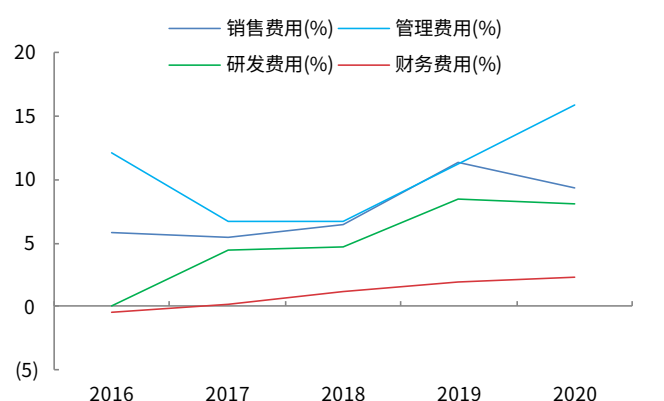
截止 2021 年 Q1, 公司资产负债率仅 16.22%。由于计提商誉减值及出售隔膜资产, 2021 年 Q1 总资产已降至 31.2 亿元。2020 年销售费用率下行, 主要由于首次执行新收入准则, 将合同履行成本运输费与仓储服务费调整到主营业务成本核算。

图 6: 公司资产负债率较低



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 7: 公司各项费用率情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所

1.3、2020 年: 剥离锂电隔膜业务, 进军储能业务

公司秉持“智慧电力+新能源”双轮驱动战略, 在夯实原有智能电网设备、新能源汽车充电设施业务的基础上, 剥离了锂电池隔膜业务, 进行产业结构优化升级, 集中优势资源大力发展智能电网设备、新能源主业, 致力于成为中国智慧电力和绿色能源的引领者, 发展成为民族优秀品牌企业。

表 1: 公司主营业务

业务类别	主要业务	核心产品	主要应用领域
智能电网设备业务	智能电气成套开关设备	智能环网开关产品的集成设计与研发生产, 40.5kV 及以下 C-GIS 智能气体绝缘环网开关柜、40.5kV 及以下智能环保气体绝缘环网开关柜, 10kV 固体绝缘环网开关柜、10kV 空气绝缘环网开关柜、40.5kV 及以下 GIS 轨道交通专用设备、40.5kV-10kV 智能中压开关柜、0.4kV 智能低压开关柜及箱式变电站等系列产品	广泛应用于电力系统、冶金化工、轨道交通、电气化铁路、城市地铁、市政建设、港口建设、厂矿企业等领域
	智能电表、用电信息采集系统	单相、三相智能电表、采集器、集中器、专变采集终端、智能配变终端、智能感知设备、电水热气信息采集等电力需求侧管理产品	适用于电力行业各种用户的计量、监测、控制、管理和信息采集
新能源充电设施业务	充电桩运营业务	电动汽车交流充电桩、非车载充电机、电动自行车充电换电柜	主要面向公交、物流、工业园区、大型居民小区等用户提供集中式大功率快速充电服务
	智慧充电管理平台销售业务	智慧云平台	主要用于提供充电设备、技术支持、智慧充电管理平台及平台维护等
锂电池隔膜材料业务 (已剥离)		锂离子电池 PE 隔膜、涂覆隔膜	广泛应用于 3C 类电池、动力电池
储能		PCS 储能变流器、EMS 能量管理系统、DPS 台区储能系统	电网侧、发电侧、用户侧

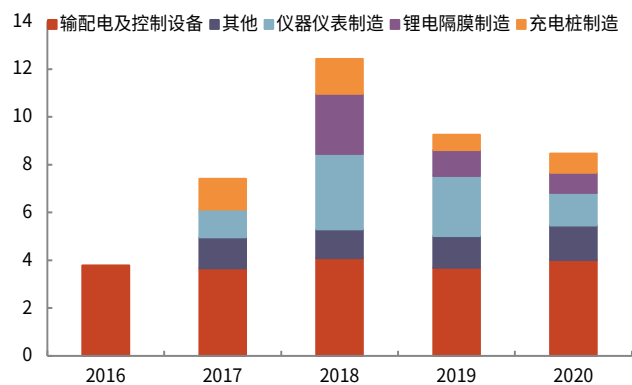
资料来源: 公司公告、光大证券研究所整理

优化产业结构, 剥离隔膜业务。

- 2020 年, 在面对新冠疫情和宏观经济环境带来的严峻挑战下, 公司智能电网业务稳扎稳打, 稳客户、增效益、谋发展, 稳住了公司存量业务;
- 公司新能源充电设施业务创新突破, 围绕国家为解决高速增长的新能源汽车充电需求与配网容量不足的现状, 公司在全国率先研制有序充电和 V2G 系列产品, 统一了充电产品控制策略, 优化了产品方案, 实现对电网电能的有效调配;

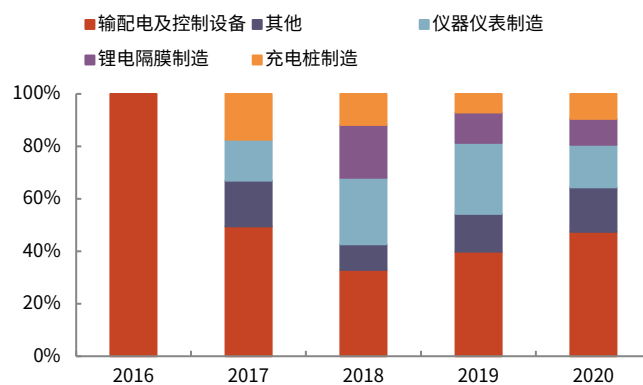
3) 公司锂电池隔膜业务受到价格竞争激烈、回款难、客户粘性减弱等问题影响, 子公司辽源鸿图 2020 年收入和利润均大幅下滑, 出现了持续亏损的情况。公司按照国有资产转让程序, 通过洛阳市公共资源交易中心以公开挂牌方式, 对外转让辽源鸿图锂电隔膜科技股份有限公司 85% 股权及湖州金冠鸿图隔膜科技有限公司 85% 股权, 实现了亏损资产的剥离。

图 8: 公司分部业务营收



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 单位: 亿元

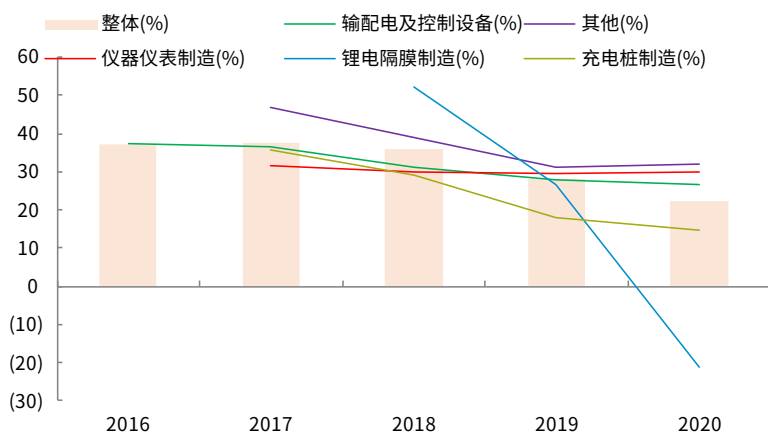
图 9: 公司分部业务营收结构



资料来源: Wind, 光大证券研究所

公司毛利率受隔膜业务拖累较大, 预计剥离隔膜资产后, 毛利率有望企稳回升。输配电、仪器仪表业务毛利率稳步下行。2018-2020 年, 受到国网招标量下降的影响, 市场竞争加剧, 充电桩业务毛利率下降较快。

图 10: 公司分部业务毛利率



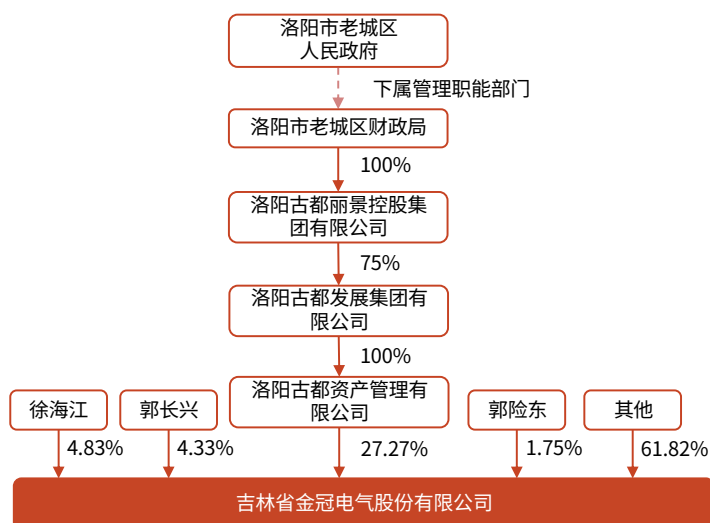
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 单位: %

1.4、股权结构稳定，重视研发投入

公司原实控人为徐海江，2019 年实现国资入主。截止 2021 年 Q1，公司第一大股东为洛阳古都资产管理有限公司，公司实际控制人为洛阳市老城区人民政府。

2021 年 8 月 10 日，公司发布关于公司董事长、总经理魏庆辉先生辞职的公告。据公告披露，魏庆辉任职于洛阳古都资产管理有限公司。自 2019 年洛阳国资入主以来，公司及下属吉林、南京、杭州三个生产基地基本沿用原有管理团队，魏庆辉辞职不会影响公司相关工作的正常进行。

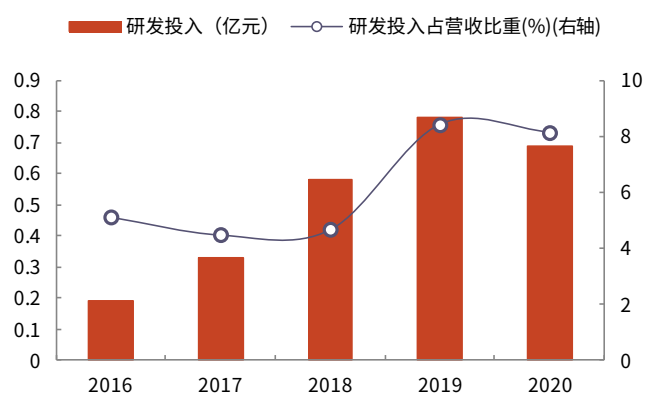
图 11：公司股权结构



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：2021 年一季度数据

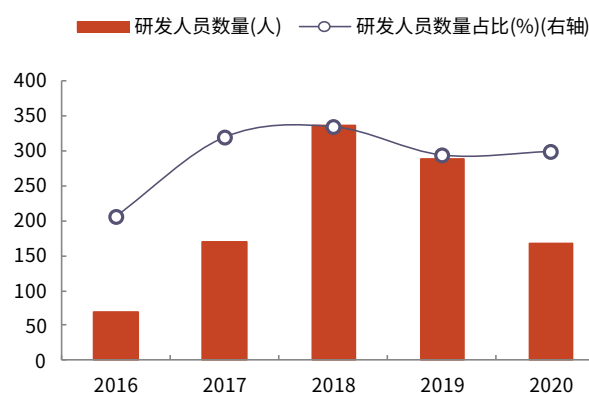
重视研发投入。公司从新产品研发、原产品升级、加工工艺改进等方面加大研发投入，持续加强研发团队建设，提升研发体系管理。2020 年度公司研发投入 0.69 亿元，占营业收入的 8.14%。2020 年公司研发立项共 48 项，完成 25 项，顺延研发项目 22 项。截止 2020 年 12 月 31 日，公司及其子公司共获得专利授权 185 项，其中发明专利 43 项，实用新型专利 142 项，正在受理中 51 项。

图 12：公司研发费用及占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 13：公司研发人员数量及占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

2、深耕电力领域，聚焦智能电网、充电桩、储能三大板块

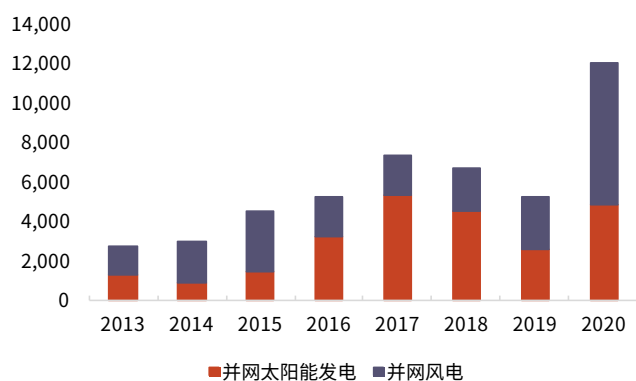
金冠股份是从事充电设备研发、制造、承建运营、充电站整体解决方案的国家级高新技术企业。进入充电桩行业近十年来，公司承接了国家多项充电技术的攻关，并主持了多个国内重点充电场站建设项目。秉承技术创新、专注智能电网及新能源行业，致力于电动汽车充电服务业务的发展，打造充电设施领域强大竞争力，为汽车充电领域提供领先的技术与服务。

2.1、智能电网

“碳中和·碳达峰”背景下，我国风光装机规模快速扩大。2020年全国风电新增并网装机7167万千瓦，其中陆上风电新增装机6861万千瓦、海上风电新增装机306万千瓦。2020年，全国太阳能发电新增装机4820万千瓦，其中集中式光伏电站3268万千瓦、分布式光伏1552万千瓦。

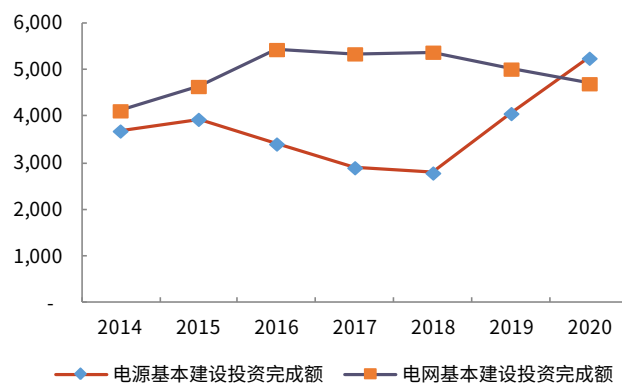
电源侧增长带动电网侧投资。长期以来，电力行业的建设偏重电源建设，而电网建设落后于电源建设。近些年，电力投资从偏重电源投资逐步转向电源投资和电网投资并重的局面。根据中电联数据，2018-2020年，我国电源基本建设投资完成额连续三年提升，2020年较2018年增加88%；而电网基本建设投资完成额连续三年下降，2020年较2018年下降13%。

图 14：2013-2020 年新增能源发电装机容量



资料来源：国际能源网，光大证券研究所整理；单位：万千瓦

图 15：2014-2020 年电源及电网投资（亿元）

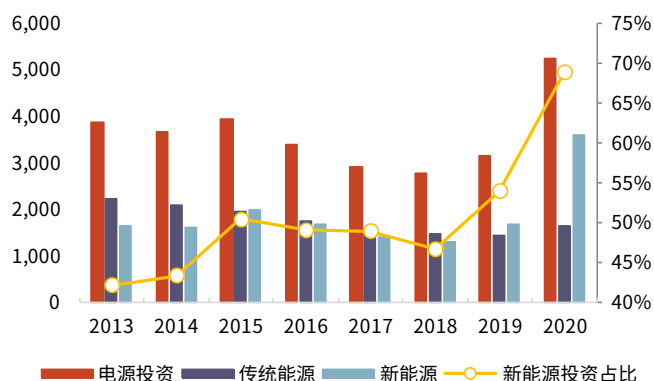


资料来源：中电联，光大证券研究所

一般而言，分布式新能源是直接介入 35KV (10KV) 及以下配电系统，多采用并网运行的方式。

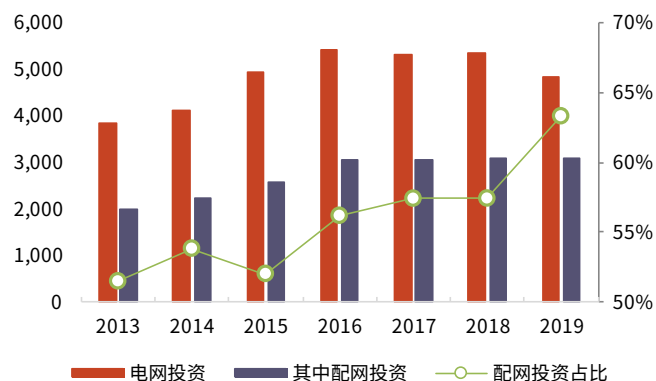
因此，随着新能源投资在电源侧投资占比快速提升，带动配网投资在电网投资领域占比持续攀升。

图 16: 2013-2020 年电源投资 (亿元)



资料来源: 中电联、光大证券研究所

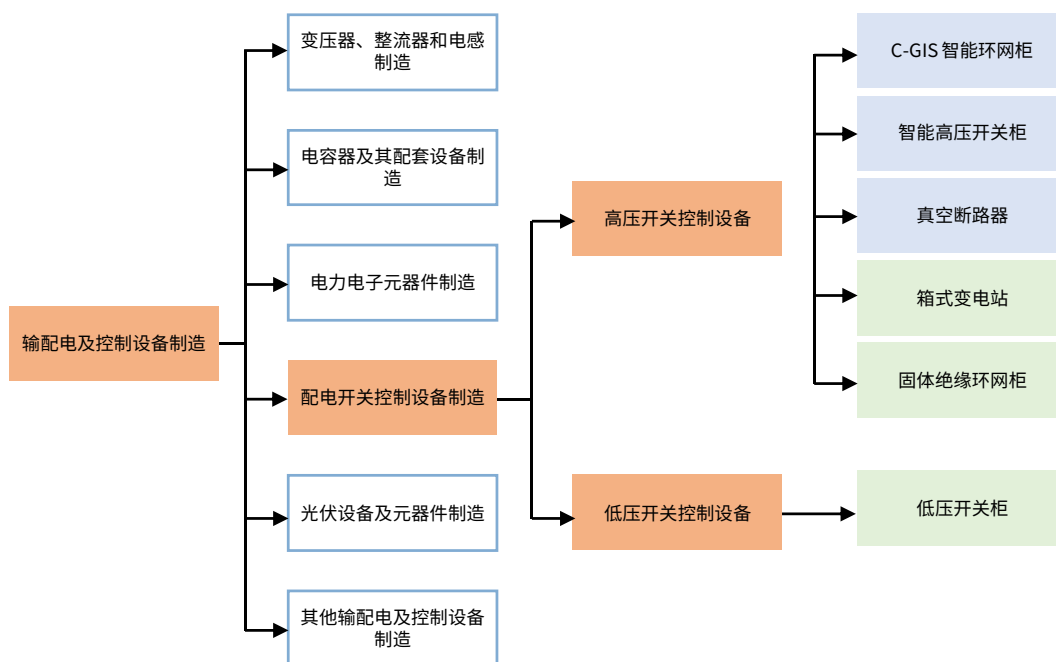
图 17: 2013-2019 年电网投资 (亿元)



资料来源: 中电联、光大证券研究所

公司产品属于**配电开关控制设备制造业**范畴。由于配电系统直接面对用户，具有点多、面广、变化频繁的特征，配电设备的稳定性、先进性对于配电安全将起到决定性作用。配电开关控制设备是非常重要的输配电设备，它的发展状况影响着电力能否安全的输送到消费终端，其安全、可靠运行对电力系统的安全、有效运行具有十分重要的意义。

图 18: 公司生产的主要产品及所处的行业情况



资料来源: 公司招股书、光大证券研究所; 注: 图中棕色部分为公司主要产品所处的领域, 蓝色、绿色部分为公司主要产品

公司在国网 27 省电力公司招标中名列前茅。公司主打产品 C-GIS 智能环网柜具有较高的技术含量和进入壁垒。公司是东北地区少数具有完整 C-GIS 智能环网柜生产能力的企业, 坚持立足东北、拓展全国。

图 19: 国网 2019 年上半年最新环网柜中标企业排名

序号	环网柜中标人	中标数量
1	北京双杰电气股份有限公司	7
2	北京合纵科技股份有限公司	6
3	长园电力技术有限公司	5
4	宁波奥克斯高科技有限公司	5
5	江苏大烨智能电气股份有限公司	5
6	吉林省金冠电气股份有限公司	5

资料来源: 搜狐、光大证券研究所

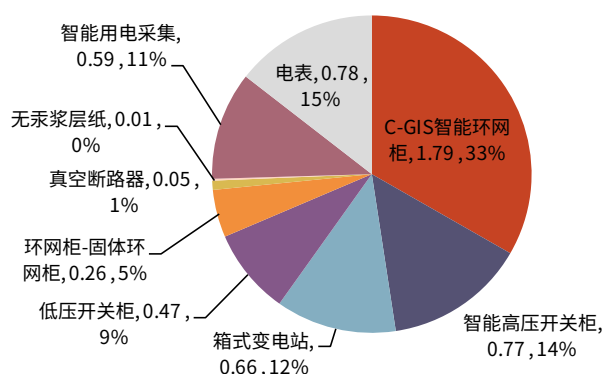
图 20: 2020 年国网环网柜中标企业排名

2020 年国网环网柜中标企业及包数数据表

序号	中标企业名称	中标包数
1	北京双杰电气股份有限公司	20
2	北京科锐配电自动化股份有限公司	18
3	宁波奥克斯高科技有限公司	13
4	长园电力技术有限公司	13
5	北京吴创瑞通电气设备有限公司	12
6	一能电气有限公司	12
7	中恒电力设备有限公司	11
8	珠海许继电气有限公司	11
9	湖北安科电气有限公司	10
10	北京合纵电力科技股份有限公司	9
11	北京清畅电力科技股份有限公司	9
12	上海平高天灵开关有限公司	9
13	金冠电气股份有限公司	8
14	青岛特锐德电气股份有限公司	8
15	山东电工电气集团有限公司	8
16	上海启腾电气股份有限公司	8
17	香港玛电(O&H)有限公司	8
18	许昌许继德理斯尔电气有限公司	8
19	江苏南瑞顺威尔电气有限公司	7
20	巨邦集团有限公司	7
21	美依电气有限公司	7
22	信一电力设备有限公司	7
23	北京合纵科技股份有限公司	6
24	北京华电瑞通电力工程技术有限公司	6
25	吉林省金冠电气股份有限公司	6

资料来源: 搜狐、光大证券研究所

图 21: 公司 2020 年智能电网业务产品收入构成

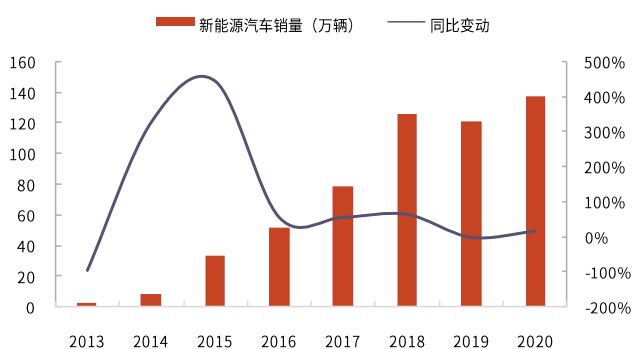


资料来源: 公司公告、光大证券研究所; 单位: 亿元

2.2、充电桩业务

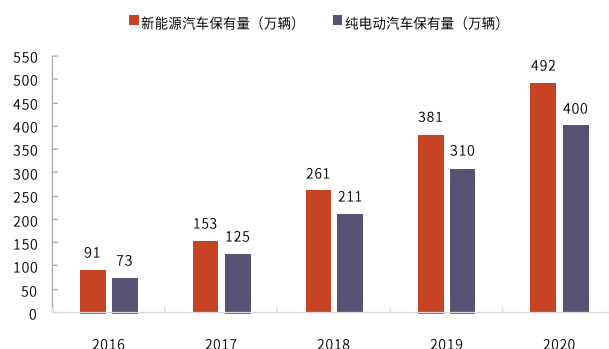
新能源汽车快速发展, 2025 年渗透率将达 20%+。据中汽协统计, 2020 年我国新能源汽车产销量分别为 136.6 万辆和 136.7 万辆, 同比增长 7.5%和 10.9%; 纯电动汽车产销量分别为 110.5 万辆和 111.5 万辆, 同比增长 5.4%和 11.6%。根据 2020 年 11 月发布的《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》, 2025 年产销量占比达汽车总产销量的 20%, 我们认为, 在碳达峰、碳中和背景下, 全球电动化趋势以势不可挡, 我国新能源汽车仍有很大的发展空间, 实现并超过 2025 年的目标是值得期待的。

图 22: 新能源汽车近 8 年的销量及变动



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

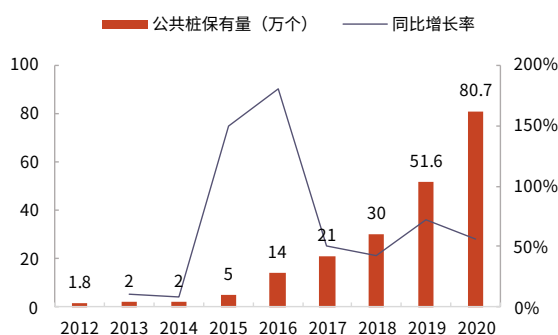
图 23: 新能源汽车和纯电动汽车近 5 年保有量



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

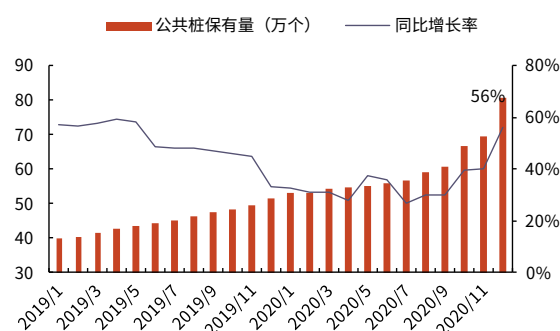
近年来全国公共充电桩保有量不断增加, 从 2012 年的 1.8 万个上升至 2020 年 12 月的 80.7 万个。2015、2016 年充电桩保有量大幅增加, 增速分别为 150% 和 180%, 2017-2019 年增速减缓。据充电联盟数据显示, 从 2020 年 1 月至 2020 年 12 月, 新基建政策开始推动充电桩建设, 月均新增公共类充电桩约 2.3 万个, 2020 年 12 月同比增长 56.4%。

图 24: 近 9 年公共桩保有量变动



资料来源: 中国充电联盟, 光大证券研究所整理

图 25: 2019-2020 年各月公共桩保有量



资料来源: 中国充电联盟, 光大证券研究所整理; 截止 2020.12

我们以我国新能源汽车销量为基础假设, 并以未来车桩比、公共与私人、直流与交流比例为变量, 对 2021-2030 年我国充电桩投资及服务市场规模进行了测算。到 2030 年, 我国充电桩新增量为 923 万座, 年投资额为 1295 亿元; 保有量将达到 4119 万座, 充电服务量为 6014 亿度, 市场产值 0.72 万亿。

设备投资规模: CAGR(2020-2025) 约为 42.5%; CAGR(2025-2030) 约为 23.6%;

运维服务规模: CAGR(2020-2025) 约为 39.6%; CAGR(2025-2030) 约为 25.9%。

表 2: 2018-2030 年充电桩投资及服务市场规模及测算

科目	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国汽车销量 (万辆)	2808	2577	2531	2600	2700	2800	2900	3000	3140	3280	3420	3560	3700
中国新能源汽车销售量 (万辆)	122.9	120.6	134.7	250.2	324.0	420.0	522.0	600.0	816.4	1049.6	1299.6	1566.4	1850.0
新能源汽车渗透率	4.4%	4.7%	5.3%	9.6%	12%	15%	18%	20%	26%	32%	38%	44%	50%
新能源汽车保有量 (万辆)	261	381	492	742	1066	1486	2008	2608	3302	4231	5396	6712	8238
车桩比	3.5	3.5	3	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1	2

充电桩保有量 (万个)	77.7	122	168	256	381	550	772	1043	1376	1839	2453	3196	4119
公共充电桩占比	39%	42%	48%	45%	45%	45%	45%	45%	44%	43%	42%	41%	40%
公共桩保有量 (万个)	30	51.6	81	115	171	248	348	469	605	791	1030	1310	1648
直流充电桩占比			38%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
直流充电桩保有量 (万个)			31	40	60	87	122	164	212	277	361	459	577
交流充电桩占比			63%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
交流充电桩保有量 (万个)			51	75	111	161	226	305	393	514	670	852	1071
直流桩单位投资 (万元/个)				8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
交流桩单位投资 (万元/个)				0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
直流桩年投资额 (亿元)				77	157	214	280	341	380	520	670	785	944
交流桩年投资额 (亿元)				19	29	40	52	63	71	97	124	146	175
私人充电桩占比	61%	58%	52%	55%	55%	55%	55%	55%	56%	57%	58%	59%	60%
私人桩保有量 (万个)	48	70	87	141	209	303	425	574	770	1049	1423	1886	2471
私人桩单位投资 (万元/个)				0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
私人桩年投资额 (亿元)				16	21	28	37	45	59	83	112	139	176
新增充电桩 (万个)	33	44	46	88	125	170	222	271	332	464	613	744	923
充电桩年投资额总计 (亿元)				113	207	281	368	449	510	700	906	1070	1295
参与充放电 (亿度) (20kWh/车·天)	191	278	359	542	778	1085	1466	1904	2410	3088	3939	4900	6014
充放电服务产值 (亿元, 1.2元/kWh)	229	334	431	650	934	1302	1759	2285	2892	3706	4727	5880	7216

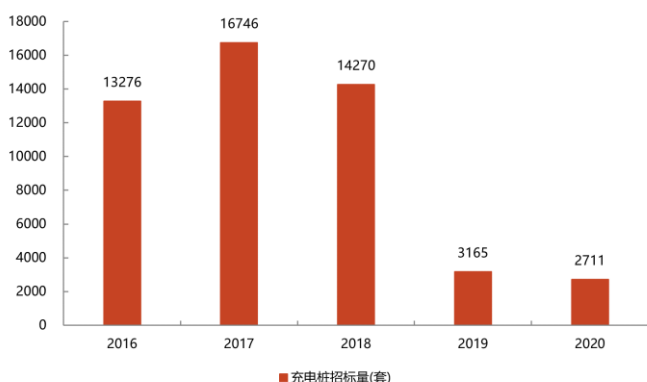
资料来源: Wind, 光大证券研究所测算, 灰色部分为核心假设; 参考报告《充电与换电: 协同发展新能源汽车续航——碳中和深度报告(十一)》; 中国新能源车从2015年开始放量, 假设报废期限为10年, 从2025年开始考虑新能源车报废因素; 新能源车保有量数据来自公安部

公司以南京能瑞与河南能瑞公司为依托发力充换电新能源业务,是排名前列的具备充换电设备研发、制造、电力安装施工一体全资质企业。全资子公司南京能瑞是国内最早专业从事电动汽车充电设备研发、制造、充电站整体解决方案,充电设施承建运营服务商,具备“双高新”、“双软”资质。公司紧随国家新能源汽车产业政策,积极参与新能源汽车行业标准的制定、新能源汽车的示范及推广。

在2016-2020年国网充电桩中标单位中,南京能瑞以2.7%的份额**排名第7**。得益于大股东支持,公司在2020年4月成立河南古都能瑞新能源有限公司,目前在河南已经建好10个充电站,总充电量23579KW,总充电枪351把。

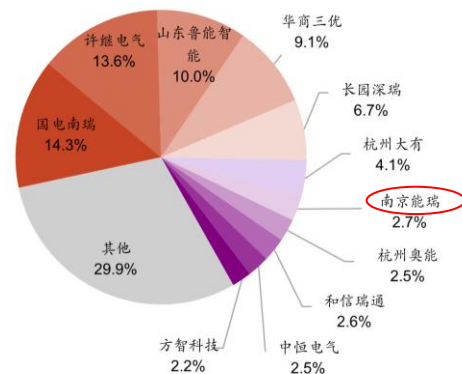
2020年公司公告披露,在建工程中南京能瑞厂房办公楼、南京能瑞二期厂房、南京能瑞充电桩自动化生产线及自动测试系统的工程进度均达到100%。我们预计新产能将很快落地和释放,有望带动公司充电桩业务体量进一步提升。

图 26: 2016-2020 年国网充电桩招标数量



资料来源: 国家电网, 光大证券研究所整理

图 27: 2016-2020 年国网充电设施中标数量格局



资料来源: 国家电网, 光大证券研究所整理

图 28：公司充电桩产品线



资料来源：公司官网、光大证券研究所

图 29：专业的电动汽车充电站整体解决方案

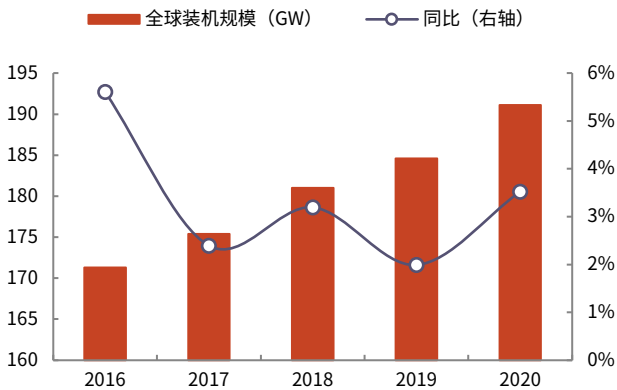


资料来源：公司官网、光大证券研究所

2.3、储能业务

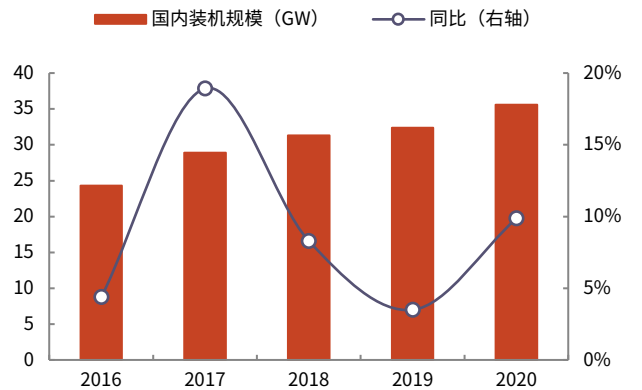
全球储能市场快速增长，中国新增装机跃居第一。在全球各国陆续提出“碳达峰、碳中和”目标下，为实现能源转型，将建立以新能源为主体的新型电力系统，使得储能的刚需性愈发增强。根据 CNESA，截至 20 年底全球已投运储能项目的累计装机规模 191GW，同比增长 3.5%，其中国内累计装机规模达到 35.6GW，占全球的 18.6%，同比增长 9.9%，涨幅同比提升 6.4pct，回归高增长。

图 30：2016-2020 年全球储能累计装机规模



资料来源：CNESA、前瞻产业研究院、光大证券研究所

图 31：2016-2020 年国内储能累计装机规模

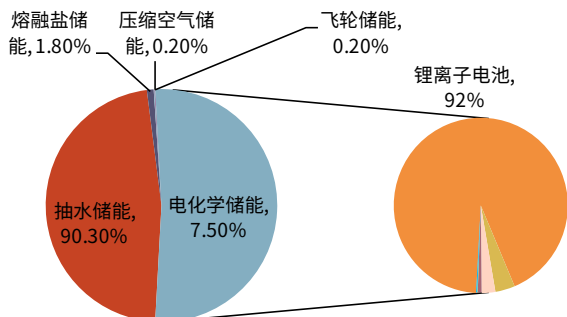


资料来源：CNESA、前瞻产业研究院、光大证券研究所

在全球储能市场中，抽水蓄能的累计装机规模最大，占比为 90.3%；电化学储能的装机规模紧随其后，占比为 7.5%，主要为锂离子储能。

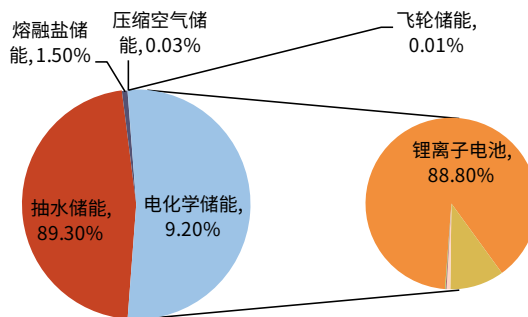
国内结构与全球一致，锂离子电池占比快速提升。中国已投运储能项目中抽水蓄能的累计装机占比 89.3%，电化学储能的累计装机占比 9.2%（对应装机容量 3.3GW），其中锂离子电池占比 89%（对应累计规模约 2.9GW）。

图 32：2020 年全球储能累计装机分类占比



资料来源：CNESA、前瞻产业研究院、光大证券研究所

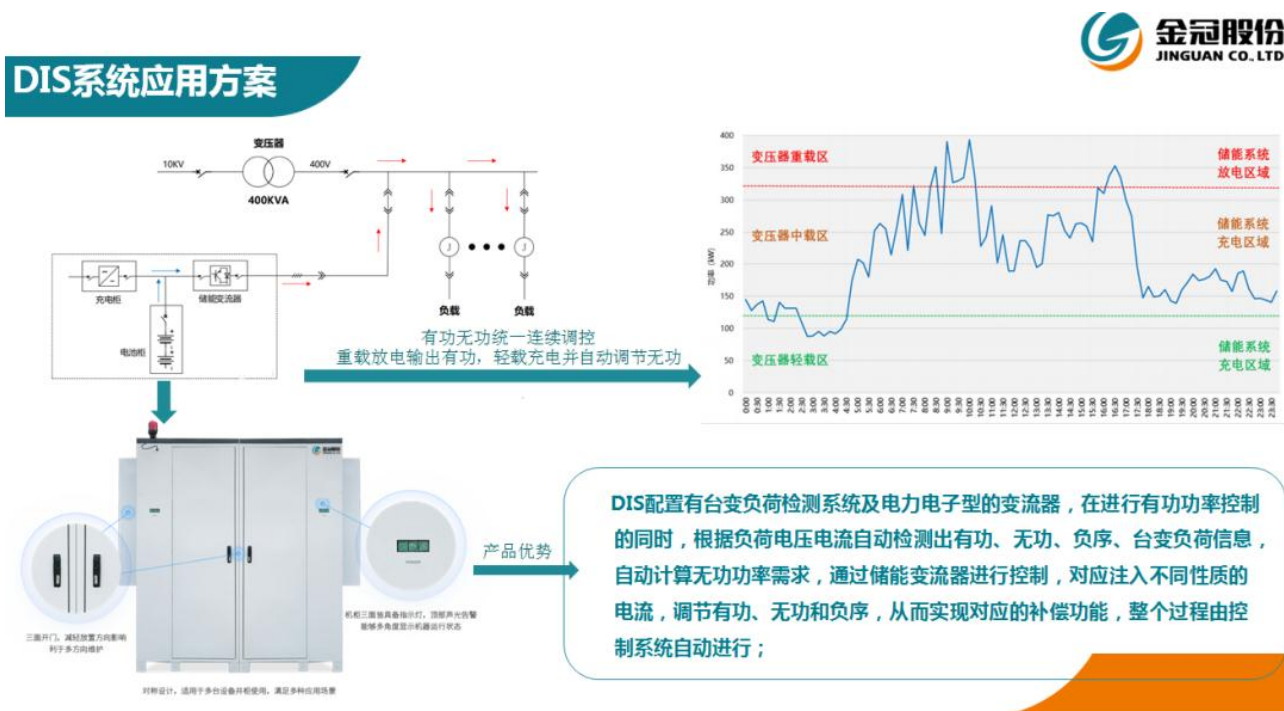
图 33：2020 年国内储能累计装机分类占比



资料来源：CNESA、前瞻产业研究院、光大证券研究所

金冠股份经过多年的研究和创新，在坚持智慧供电设备研发的同时，拓展新能源储能市场，进行针对性的产品开发，在生产设计、机构设计、关键性仿真、全性能试验、科学算法等方面进行了大量的研究，特别是，此次推向市场的“DIS 全智慧感知动态增补充清洁能源电力系统”，为电网节点容量不足、削峰填谷、峰谷套利、节能备电、有功及无功功率自动化调节、电能质量改善等方面带来了全新的解决方案。

图 34：DIS 全智慧感知动态增补充清洁能源电力系统



资料来源：金冠股份公众号、光大证券研究所

从储能市场应用技术发力,创建新的盈利增长点。面对广阔的储能产品应用市场,金冠股份主要产品覆盖:储能双向变流器、分布式双向主动均衡 BMS 电池管理系统、EMS 能量管理系统、电池模组、电池簇及储能整体集成,其核心技术涵盖:分布式双向主动均衡技术、智慧功率调节及补偿技术、关键性参数科学仿真技术等综合核心技术应用。

公司 PCS 双向储能变流器当前正在进行技术对接,子公司南京能瑞中国芯(华为版)国网智能配变研发成功,已通过华为资格认证,取得国网合格报告。未来公司将加大储能业务的战略布局,2021 年上半年公司确定了在储能系统中的核心技术方向及自主研发侧重,公司将侧重与储能系统的整体集成和 PCS 双向储能变流器的自主研发和生产。

图 35: 公司储能产品线



资料来源:公司公告、光大证券研究所

图 36: 基于多功能互补动态策略优化的综合能源管理



资料来源:金冠股份公众号、光大证券研究所

3、盈利预测

输配电及控制设备: 主要对应产品为 C-GIS 智能环网柜、智能高压开关柜等配电开关控制设备。一方面,新能源装机提升带动配网需求提升,另一方面,公司在东北地区优势明显,疫情期间大量中小企业倒闭,间接造成公司市占率提升。预计未来该部分营收仍将保持快速增长。据公司公告,2020 年 11 月以来在国家电网中标金额已接近 5 亿元。假设 21-23 年输配电及控制设备营收增速分别为 60%/40%/38%,假设随着需求提振,毛利率稳中有升,21-23 年分别为 27%/27%/27.5%。

仪器仪表制造: 主要对应产品为智能用电采集和电表,公司在国网中标顺利,并在 2021 年顺利进入南网供应体系,有望带来增量需求。假设 21-23 年仪器仪表制造增速分别为 50%/40%/30%,假设毛利率维持稳定,分别为 30%/30%/30%。

充电桩制造: 公司旗下南京能瑞在充电桩领域具有领先优势,2021 年全国新能源车放量带动公司充电桩业务需求有较大提升。公司承接来自国网、南网、宇通等充电桩需求,随着南京能瑞二期厂房及充电桩自动化生产线投运,公司产能有大幅提升。假设 21-23 年充电桩制造营收增速分别为 300%/80%/60%,假设随着需求提振,毛利率稳中有升,21-23 年分别为 14.7%/14.7%/15%。

其他：主要是充电桩运营及储能业务，公司新推出储能系统，客户拓展顺利，预计 2022 年将贡献较大增量。假设 21-23 年该部分营收增速分别为 10%/90%/50%，毛利率维持稳定，分别为 32.1%/32.1%/32.1%。

根据上述关键假设，预计公司 2021-23 年的营业收入分别为 13.2/20.6/29.8 亿元，归母净利润分别为 1.52/2.57/3.65 亿元，对应 EPS 为 0.18/0.31/0.44 元。

表 3：公司分业务盈利预测情况

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (亿元)	9.3	8.5	13.2	20.6	29.8
增长率	-25.4%	-8.8%	56.7%	55.6%	44.8%
毛利 (亿元)	2.6	1.9	3.3	5.1	7.4
主营毛利率	28.2%	22.3%	25.1%	24.7%	24.7%
输配电及控制设备					
主营收入 (亿元)	3.7	4.0	6.4	9.0	12.4
增长率	-9.8%	8.7%	60.0%	40.0%	38.0%
毛利 (亿元)	1.0	1.1	1.7	2.4	3.4
毛利率	27.9%	26.8%	27.0%	27.0%	27.5%
仪器仪表制造					
主营收入 (亿元)	2.5	1.4	2.1	2.9	3.7
增长率	-20.3%	-45.4%	50.0%	40.0%	30.0%
毛利 (亿元)	0.8	0.4	0.6	0.9	1.1
毛利率	29.7%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
充电桩制造					
主营收入 (亿元)	0.65	0.80	3.20	5.76	9.22
增长率	-55.5%	23.1%	300.0%	80.0%	60.0%
毛利 (亿元)	0.12	0.12	0.47	0.85	1.38
毛利率	17.9%	14.8%	14.7%	14.7%	15.0%
其他					
主营收入 (亿元)	1.3	1.4	1.6	3.0	4.5
增长率	9.9%	8.3%	10.0%	90.0%	50.0%
毛利 (亿元)	0.42	0.46	0.51	0.97	1.45
毛利率	31.4%	32.1%	32.1%	32.1%	32.1%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，单位：亿元

4、估值水平与投资评级

4.1、相对估值

考虑到公司主营业务为输配电及控制设备、充电桩业务，并向储能领域进军，我们选取国内储能逆变器龙头阳光电源、电网电力设备龙头国电南瑞、主营电能质量设备和充电桩，并布局储能的盛弘股份作为可比公司，可比公司 2021 年平均 PE 为 58 倍。公司当前股价对应 2021 年 PE 为 49 倍，较可比公司低，估值预计仍有提升空间。

表 4：可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (元)		EPS (元)			PE (X)				CAGR -3/2020	PEG -2021	市值 (亿元)
	2021/8/13	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E			

国电南瑞	31.40	1.05	1.07	1.24	1.43	30	29	25	22	10.84%	2.71	1741.38
阳光电源	143.98	1.34	1.98	2.65	3.30	107	73	54	44	35.04%	2.08	2097.50
盛弘股份	54.88	0.78	0.76	1.09	1.54	70	72	50	36	25.45%	2.84	112.66
平均值						69	58	43	34	23.78%	2.54	
金冠股份	9.05	0.07	0.18	0.31	0.44	133	49	29	21	86.55%	0.57	74.99

资料来源：国电南瑞、阳光电源、盛弘股份为 WIND 一致预期，金冠股份为光大证券研究所预测

4.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：公司主营输配电及控制设备、充电桩制造及运营，布局储能业务，长期受益于“碳中和”战略，假设长期增长率为 2%；
- 2、β值选取：采用申万行业分类-综合电力设备商的行业β作为公司无杠杆β的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，假设公司未来税率为 14%。

表 5：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β(βlevered)	1.34
Rm-Rf	5.83%
Ke(levered)	10.97%
税率	14.00%
Kd	4.60%
Ve	7002.79
Vd	162.59
目标资本结构	25.00%
WACC	9.38%

资料来源：光大证券研究所预测

表 6：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	24.03	0.30%
第二阶段	2168.00	26.82%
第三阶段 (终值)	5892.62	72.89%
企业价值 AEV	8084.66	100.00%
加：非经营性净资产价值	398.21	4.93%
减：少数股东权益 (市值)	(6.32)	0.08%
减：债务价值	162.59	-2.01%
总股本价值	8326.59	102.99%
股本 (百万股)	828.62	
每股价值 (元)	10.05	
PE (隐含)	54.84	
PE (动态)	49.39	

资料来源：光大证券研究所预测

表 7: 敏感性分析表

WACC	长期增长率				
	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
8.38%	11.07	11.69	12.40	13.23	14.22
8.88%	10.04	10.55	11.13	11.81	12.60
9.38%	9.14	9.56	10.05	10.60	11.24
9.88%	8.35	8.71	9.12	9.58	10.10
10.38%	7.66	7.97	8.31	8.69	9.13

资料来源: 光大证券研究所预测

表 8: 绝对估值法结果汇总表

估值方法	估值结果	估值区间		敏感度分析区间
FCFF	10.04	7.66	— 14.22	贴现率±1%, 长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所预测

根据 FCFF 估值方法, 得到公司每股价值区间为 8.71-11.81 元 (敏感性±0.5% 区间)。

4.3、估值结论与投资评级

我们预计公司 2021-23 年的营业收入分别为 13.2/20.6/29.8 亿元, 归母净利润分别为 1.52/2.57/3.65 亿元, 对应 EPS 为 0.18/0.31/0.44 元。当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 49/29/21 倍。参考相对估值和绝对估值结果, 考虑到公司立足输配电及控制设备、充电桩制造及运营, 布局储能业务, 长期受益于“碳中和”战略, 未来增长动力强。首次覆盖给予“买入”评级。

5、风险分析

1) 原材料价格波动风险

公司生产所需主要原材料为真空断路器、互感器等元器件, 以及铜材、钢材等大宗商品, 如果原材料价格出现大幅波动, 将对公司经营业绩造成较大影响;

2) 市场竞争风险

我国电力设备及充电桩行业集中度不高, 企业数量众多, 行业处于完全竞争状态, 产品竞争激烈, 如果公司的市场竞争力下降, 会对公司的经营业绩造成较大影响;

3) 行业政策风险

智能电网、新能源行业较容易受到国家总体经济政策和宏观经济环境的影响。国家电网每年的招投标总额决定了整个电网行业的景气程度。若电网投资规模不及预期, 可能对公司经营业绩造成较大影响;

4) 信披不及时风险

2021 年 7 月 30 日, 公司收到监管函, 主要针对信息披露不及时问题。后续如果在股权状态方面信息披露方面未做到及时, 可能造成一定潜在风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	927	845	1,324	2,061	2,984
营业成本	667	656	992	1,551	2,248
折旧和摊销	110	122	29	31	34
税金及附加	6	7	11	17	24
销售费用	105	79	66	103	149
管理费用	104	134	95	134	179
研发费用	78	69	60	82	119
财务费用	17	19	-2	-8	-8
投资收益	1	144	26	34	38
营业利润	-1,210	23	177	299	426
利润总额	-1,209	23	178	300	427
所得税	-6	-33	25	42	60
净利润	-1,204	56	153	258	367
少数股东损益	1	0	1	2	2
归属母公司净利润	-1,205	56	152	257	365
EPS(元)	-1.45	0.07	0.18	0.31	0.44

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	63	40	553	221	310
净利润	-1,205	56	152	257	365
折旧摊销	110	122	29	31	34
净营运资金增加	-111	272	-255	248	322
其他	1,268	-411	628	-315	-410
投资活动产生现金流	-140	123	-89	-91	-97
净资本支出	-135	-109	-115	-125	-135
长期投资变化	0	17	0	0	0
其他资产变化	-5	215	26	34	38
融资活动现金流	-150	20	-67	57	36
股本变化	358	-54	0	0	0
债务净变化	-74	-144	-68	80	80
无息负债变化	-84	-200	127	237	379
净现金流	-227	182	398	187	249

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	28.0%	22.4%	25.1%	24.7%	24.7%
EBITDA 率	182.9%	9.2%	14.0%	13.9%	14.0%
EBIT 率	170.8%	-5.4%	11.8%	12.4%	12.8%
税前净利润率	-130.5%	2.7%	13.5%	14.6%	14.3%
归母净利润率	-130.0%	6.7%	11.5%	12.5%	12.2%
ROA	-30.8%	1.7%	4.5%	6.5%	7.7%
ROE (摊薄)	-41.0%	2.2%	5.5%	8.6%	11.1%
经营性 ROIC	56.2%	-4.7%	6.2%	8.8%	11.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	24%	19%	19%	25%	30%
流动比率	2.10	4.06	4.54	3.62	2.96
速动比率	1.76	3.74	4.02	3.10	2.48
归母权益/有息债务	8.47	12.84	20.46	13.90	11.19
有形资产/有息债务	9.02	12.63	20.56	15.43	13.86

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,908	3,211	3,423	3,968	4,742
货币资金	388	542	940	1,127	1,376
交易性金融资产	15	0	0	0	0
应收帐款	691	468	677	775	992
应收票据	6	1	2	3	4
其他应收款 (合计)	28	607	40	62	90
存货	239	151	229	358	519
其他流动资产	94	53	53	53	53
流动资产合计	1,483	1,903	2,029	2,480	3,153
其他权益工具	380	123	123	123	123
长期股权投资	0	17	17	17	17
固定资产	1,030	470	473	477	493
在建工程	199	48	127	215	297
无形资产	168	45	48	51	54
商誉	578	559	559	559	559
其他非流动资产	39	6	6	6	6
非流动资产合计	2,425	1,308	1,394	1,488	1,589
总负债	946	602	661	978	1,437
短期借款	236	148	0	0	0
应付账款	249	140	212	332	562
应付票据	114	118	179	279	405
预收账款	2	0	0	0	0
其他流动负债	-	0	0	0	0
流动负债合计	707	469	447	684	1,063
长期借款	38	53	133	213	293
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	135	80	80	80	80
非流动负债合计	239	133	213	293	373
股东权益	2,962	2,609	2,762	2,990	3,305
股本	883	829	829	829	829
公积金	2,800	2,469	2,484	2,510	2,546
未分配利润	-743	-686	-550	-349	-73
归属母公司权益	2,940	2,611	2,763	2,989	3,303
少数股东权益	22	-2	-1	1	3

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	11.33%	9.34%	5.00%	5.00%	5.00%
管理费用率	11.27%	15.90%	7.20%	6.50%	6.00%
财务费用率	1.87%	2.28%	-0.11%	-0.38%	-0.25%
研发费用率	8.42%	8.14%	4.50%	4.00%	4.00%
所得税率	0%	-142%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.04	0.06	0.09
每股经营现金流	0.07	0.05	0.67	0.27	0.37
每股净资产	3.33	3.15	3.33	3.61	3.99
每股销售收入	1.05	1.02	1.60	2.49	3.60

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	NA	133	49	29	21
PB	2.7	2.9	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	4.9	97.1	38.2	25.0	17.5
股息率	0.0%	0.0%	0.4%	0.7%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE