

宏力达 (688330)

证券研究报告

2021年11月07日

轻资产、高周转的一二次融合新秀

引言: 宏力达将故障研判技术融入一次开关,提高故障检测水平。对电网而言,采购一二次融合开关故障检测准确率提升,且相较于分开采购具有经济性。我们认为柱上智能开关是未来三年公司的主力产品,而往远期看,可将故障研判技术融入其它产品,如环网柜等,创造新的成长曲线。

智能柱上开关为主要产品,准确率+经济性引领产品升级

随着电力需求增加+新能源电力占比提升,电网不稳定性增加,故障发生概率加大,故障判断设备需求提升。宏力达一二次融合开关具有经济性,并且故障判断准确率行业领先,有望引领产品升级。

- 1) 经济性:以2018年产品为例,若采购整套开关,价格为3.7万元,若分开采购,开关本体、控制终端、隔离刀闸价格分别为2.7、1.2、0.15万元,合计约4万元,公司一二次融合产品具有经济性。
- 2) 准确率:公司产品短路故障研判准确率达99%以上,单相接地故障研判准确率达90%,重合闸准确率接近100%,远高于传统产品准确率。

产品壁垒:软件与传感器为核心竞争力,“合作+外协”轻资产运营

软件、传感器为产品核心竞争力,积累的数据与经验有望与对手拉大差距。公司采用“合作+外协”方式生产,聚焦于研发、设计等高附加值核心环节。往未来看,公司将自制部分开关本体,资产或将变重。参考传统企业开关利润率,毛利率为20-30%,我们预计公司利润率水平进一步提升。

增长点:产品延展&地区开拓

基于故障研判技术,公司可将故障研判技术与不同的一次产品融合。公司正在开发配电网智能环网柜产品。故障研判技术可与不同产品进行融合,公司可不断开拓品类。

目前公司业务主要分布在浙江,2019年在浙江省营收达到93%。除浙江外,公司在开拓其它省份,公司产品已在江苏、四川、河南等省份试挂。

行业空间与竞争格局

我们认为柱上智能开关未来每年市场空间有望达到135亿元,而公司2020年公司配电网智能设备营收8.47亿元,产品渗透率仅6%,成长空间较大。

与同类型企业相比,宏力达在智能柱上开关产品上起步较早,且营收规模较大。2019年传统柱上开关产量合计81万套,行业格局较为松散,前十名企业产量合计占比41.3%。在新的产品周期中,行业集中度有望提升。

盈利预测与估值

我们预计2021、2022年公司收入11.4、14.4亿元,同比增长26%、26%,归母净利润4、5.2亿元,同比增长25%、30%

与同类型电力设备企业相比,亿嘉和、国电南瑞、许继电气2022年PE分别为20.3、29.2、17.3x,考虑宏力达归母净利润预计增速30%左右,且市场空间较大,公司渗透率提升仍有很大空间,给予2022年PE 25x,对应股价130元,首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示: 电网投资金额大幅减少、公司新省份拓展业务不及预期、竞争对手短期内推出相似产品、新产品研发不及预期、业务区域集中度较高。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	705.13	908.52	1,141.92	1,438.70	1,787.44
增长率(%)	70.00	28.84	25.69	25.99	24.24
EBITDA(百万元)	318.24	422.50	452.02	588.14	745.57
净利润(百万元)	238.59	318.20	398.91	519.98	657.27
增长率(%)	144.77	33.37	25.37	30.35	26.40
EPS(元/股)	2.39	3.18	3.99	5.20	6.57
市盈率(P/E)	40.29	30.21	24.10	18.49	14.63
市净率(P/B)	15.01	3.18	2.84	2.51	2.20
市销率(P/S)	13.63	10.58	8.42	6.68	5.38
EV/EBITDA	0.00	13.40	14.58	11.26	7.85

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	电气设备/电气自动化设备
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	96.13元
目标价格	130元

基本数据

A股总股本(百万股)	100.00
流通A股股本(百万股)	45.10
A股总市值(百万元)	9,613.00
流通A股市值(百万元)	4,335.93
每股净资产(元)	32.54
资产负债率(%)	9.70
一年内最高/最低(元)	103.00/68.08

作者

孙潇雅 分析师
SAC执业证书编号: S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

吴立 分析师
SAC执业证书编号: S1110517010002
wuli1@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

内容目录

1. 引言	4
2. 智能柱上开关为公司主要产品，准确率+经济性引领产品升级	4
2.1. 新能源电力占比提升+电力需求增加，提升电网检测设备需求	4
2.2. 智能柱上开关为公司最主要产品，有望随国网投资需求提升	5
2.3. 经济性+故障判断准确率提升，一二次融合成为趋势	6
3. 产品壁垒：软件与传感器为核心竞争力，“合作+外协”轻资产运营	7
3.1. 软件与传感器为公司核心竞争力，升级迭代与对手拉开差距	7
3.2. 聚焦高附加值核心环节，业务模式带来轻资产	8
4. 增长点：产品延展&地区开拓	10
4.1. 产品延展：故障判断可延伸至环网柜等产品	10
4.2. 地区开拓：复刻在浙江省的优势	12
5. 行业空间与竞争格局	13
5.1. 行业空间：预计未来每年市场空间有望达到 135 亿	13
5.2. 竞争格局：传统高压开关格局较松散，新产品周期有望提升集中度	14
6. 盈利预测与估值	15
6.1. 预计 2021、2022 年公司收入 11.4、14.4 亿元，同比增长 26%、26%，归母净利润 4、5.2 亿元，同比增长 25%、30%	15
6.2. 估值：给予 2022 年 PE 25x，“买入”评级	17

图表目录

图 1：中国全社会用电量（万亿千瓦时）及增速（%）	5
图 2：中国第一、第二、第三产业用电量（万亿千瓦时）及增速（%）	5
图 3：公司配电网智能设备与配网线路安装示意图	5
图 4：宏力达主要产品分类	5
图 5：宏力达主营业务营收（亿元）	6
图 6：智能柱上开关、故障指示器营收占比	6
图 7：智能电网建设周期各环节投资情况（亿元）	6
图 8：智能柱上开关分为开关本体、控制终端及配套软件	8
图 9：公司智能柱上开关物联网示意图	8
图 10：公司智能柱上开关接地故障综合研判工作原理	8
图 11：宏力达配电网智能设备的主要原材料采购情况（万元）	10
图 12：宏力达 2020 年前五名供应商供货比例	10
图 13：宏力达接地故障研判辅助装置	11
图 14：宏力达线路运行状态智能分析装置	11
图 15：宏力达专利累积数量（个）	11
图 16：宏力达软件著作权累积数量（个）	11

图 17: 宏力达按照投运地业务分布	12
图 18: 宏力达按直接客户业务分布	12
图 19: 宏力达前五大客户集中度 (%)	12
图 20: 2020 年公司前五大客户营收占比	12
图 21: 亿嘉和营收与利润 (亿元) 及增速 (%)	13
图 22: 亿嘉和江苏地区收入占比 (%)	13
图 23: 宏力达产品迭代路径	15
图 24: 宏力达智能柱上开关、传统柱上开关、一二次成套柱上开关对比图	15
图 25: 宏力达营收、归母净利 (亿元) 及增速 (%)	16
图 26: 宏力达配电网智能设备营收 (亿元) 及营收占比 (%)	16
图 27: 宏力达整体及主要业务毛利率 (%) 及净利率 (%)	16
图 28: 宏力达销售、管理、研发、财务费用率 (%)	16
表 1: 中国风电、太阳能发电量占总发电量占比逐年提升 (单位: 亿千瓦时)	4
表 2: 智能柱上开关及配件单价 (元/套)	6
表 3: 配电网维护中国围绕故障研判的痛点	7
表 4: 宏力达及同类公司 ROE、净利率、资产周转率、权益乘数、固定资产周转率	9
表 5: 同行业公司毛利率比较 (%)	9
表 6: 宏力达开关本体供应规划 (万套)	10
表 7: 多名高管为公司核心技术人员 (截止 2020 年 12 月)	11
表 8: 电网传统配电开关更换需求	13
表 9: 宏力达智能柱上开关、故障指示器产销量 (套)	14
表 10: 同类型企业一二次融合开关进展情况	14
表 11: 宏力达营收拆分	17
表 12: 同类企业估值对比 (PE)	17

1. 引言

随着用电需求增加、新能源接入比例提升，电网可靠性要求也将提升。宏力达将故障研判技术融入一次开关，提高故障检测水平。对电网而言，采购一二次融合开关故障检测准确率提升，且相较于分开采购具有经济性。

我们认为柱上智能开关未来每年市场空间有望达到 135 亿元，而公司 2020 年公司配电网智能设备营收 8.47 亿元，产品渗透率仅 6%，成长空间较大。

公司成长路径来自两方面：1) 将故障研判技术融入不同产品，横向拓张品类。2) 从地区来看，公司从单一浙江省开拓到其它省份。而从远期看，公司可将故障研判技术融入其它产品，创造新的成长曲线。

2. 智能柱上开关为公司主要产品，准确率+经济性引领产品升级

2.1. 新能源电力占比提升+电力需求增加，提升电网检测设备需求

从电力结构看，风电、太阳能发电量占比不断提升，电网不稳定性增加。从全国发电量结构来看，2011-2020 年我国风电、太阳能发电量占比持续提升，从 2011 年 1.51% 提升至 2020 年 9.35%。由于新能源发电有一定的随机性、不可预测性，并网会提升电网的不稳定性，影响电网安全运行。我们预计 2021、2025 年光伏全球装机分别为 160、400GW，年均复合增速 26%，风电 2021、2025 年全球装机 86、159GW，年均复合增速 17%，随着风电、光伏装机量继续提升，不稳定的新能源电力占比也将继续提升，对电网稳定性挑战增加。

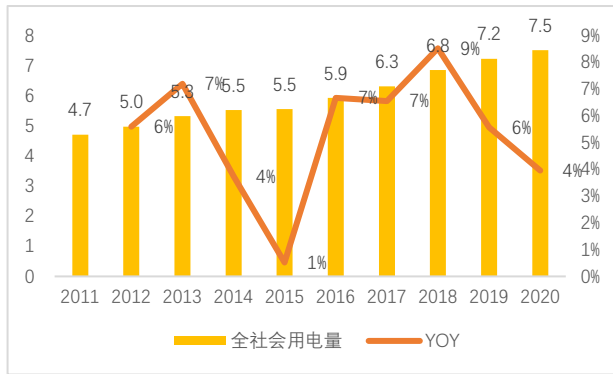
表 1：中国风电、太阳能发电量占总发电量占比逐年提升（单位：亿千瓦时）

	火电	水电	核电	风电	太阳能发电	风电和太阳能发电占比
2011	38337	6989	864	703	6	1.51%
2012	38928	8721	974	960	36	2.01%
2013	42470	9203	1116	1412	84	2.76%
2014	44001	10729	1325	1600	235	3.17%
2015	42842	11303	1708	1858	395	3.88%
2016	44371	11841	2133	2371	665	4.95%
2017	47546	11979	2481	2972	1178	6.27%
2018	50963	12318	2944	3660	1769	7.58%
2019	52202	13044	3484	4057	2240	8.39%
2020	53303	13552	3663	4665	2611	9.35%

资料来源：国家统计局、国家能源局、中电联、北极星电力新闻网、天风证券研究所

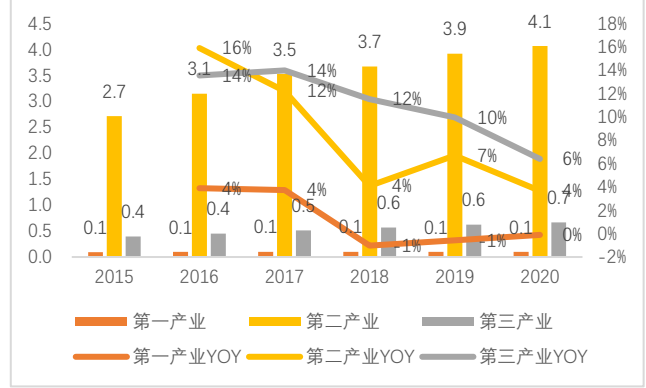
从电力需求看，2015-2020 年全社会用电量增速在 6%，电力设备随用电量增长需求提升。2015、2020 年全社会用电量分别为 5.5、7.5 万亿 kwh，年均复合增速 6%。分产业看，第二、第三产业用电增速明显高于全社会用电量增速。第二产业（工业）2015、2020 年用电量分别为 2.7、4.1 万亿 kwh，年均复合增速 11%；第三产业（服务业）2015、2020 年用电量分别为 0.4、0.7 万亿 kwh，年均复合增速 14%。随着全社会用电量增加，尤其第二、第三产业，电力设备需求预计不断提升。

图 1：中国全社会用电量（万亿千瓦时）及增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：中国第一、第二、第三产业用电量（万亿千瓦时）及增速（%）



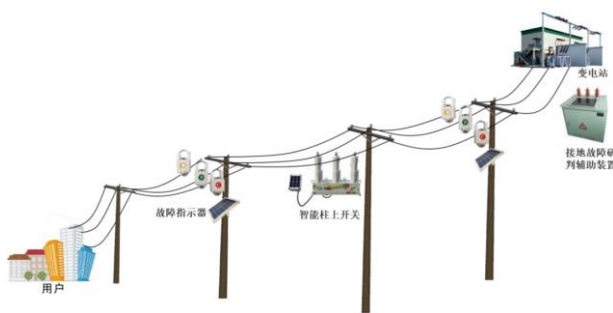
资料来源：Wind、天风证券研究所

用电需求增加、新能源发电占比提升，电网故障率或提升。从需求端看，整体用电量在增加，随着新能源车保有量提升、快充技术发展，也将对局部地区用电造成压力。从供给端看，新能源占电力结构的比重扩大，电网不稳定性增加。电网的稳定性受到挑战，故障率或提升，电网相关电力设备、检测设备需求有望提升，宏力达的智能柱上开关有望受益于电网升级。

2.2. 智能柱上开关为公司最主要产品，有望随国网投资需求提升

柱上开关用于架空配电网，为户外高压开关设备。柱上开关安装于杆塔上，用于分断、闭合、承载线路负荷电流。故障指示器用于监测线路负荷状况、检测线路故障，智能柱上开关为故障指示器的升级产品。公司以物联网、智能化技术对传统柱上开关进行改造，使柱上开关具备故障研判、定位和隔离等功能。目前公司主要产品分为配电网智能设备、配电网信息化服务，其中配电网智能设备包括智能柱上开关、故障指示器等。

图 3：公司配电网智能设备与配网线路安装示意图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

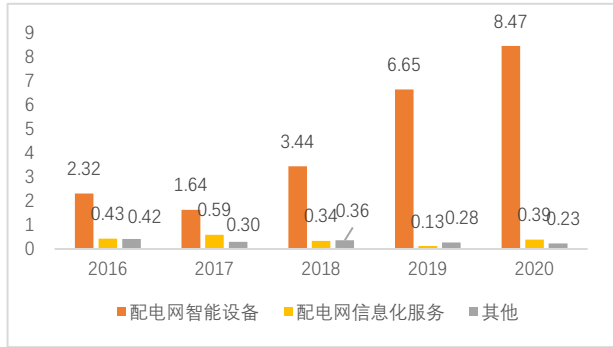
图 4：宏力达主要产品分类



资料来源：公司公告、天风证券研究所

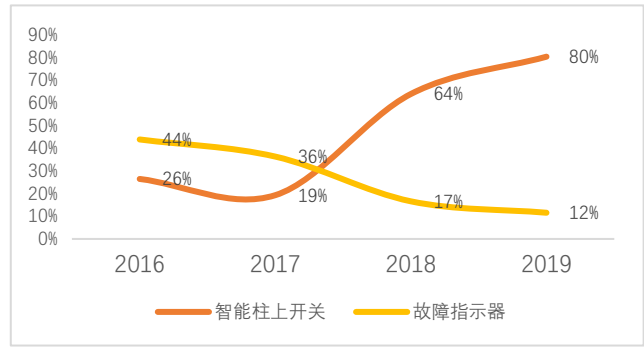
公司在 2015 年末推出智能柱上开关产品，逐渐成为公司最主要营收来源。配电网智能设备是公司最主要业务，2020 年营收 8.47 亿元，占收入比例 93%。配电网智能设备主要包括智能柱上开关、故障指示器。公司在 2015 年末推出智能柱上开关产品，在公司营收比例不断提升，营收从 2016 年 0.84 亿提升至 2019 年 5.66 亿，营收占比从 26% 提升至 80%。

图 5：宏力达主营业务营收（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

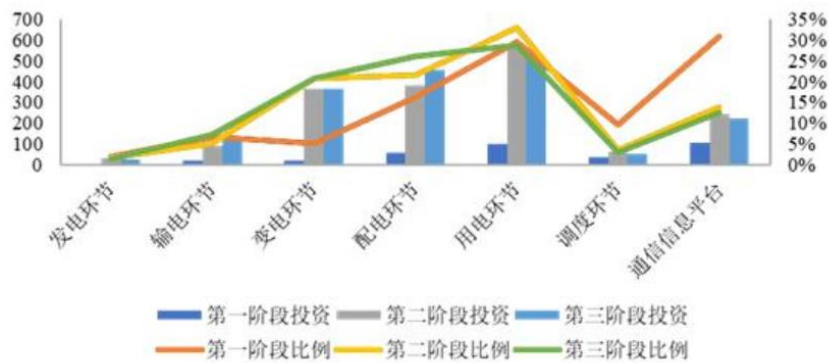
图 6：智能柱上开关、故障指示器营收占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

智能柱上开关、故障指示器主要应用于配网架空线路，而配网环节有望成为国家电网重点投资环节。2009 年，国家电网发布《关于加强推进坚强智能电网建设的意见》，分三个阶段推进智能化建设，分别为 2009-2010 年、2011-2015 年、2016-2020 年。智能电网投资重点在变电、配电、用电环节，主要解决提升电网自动化水平、安全高效运行等痛点。

图 7：智能电网建设周期各环节投资情况（亿元）



资料来源：国家电网、公司公告、天风证券研究所

2.3. 经济性+故障判断准确率提升，一二次融合成为趋势

经济性：对客户而言，采购整套开关价格低于分开采购组件价格。公司已实现一二次柱上开关全融合，采购全融合产品相较于组件配套产品具有经济性。以 2018 年公司产品为例，若采购整套开关，价格为 3.7 万元，若分开采购，开关本体、控制终端、隔离刀闸价格分别为 2.7、1.2、0.15 万元，合计约 4 万元，整套开关价格低于分开采购价格约 8%。

表 2：智能柱上开关及配件单价（元/套）

		2017	2018	2019
智能柱上开关（整套开关）	升级后	29,934	37,408	37,038
	第一代	17,673	/	/
智能柱上开关（组件配套）	开关本体	27,214	27,214	/
	控制终端	11,622	11,831	13252
	隔离刀闸	1,366	1,497	/

资料来源：公司公告、天风证券研究所

在故障研判准确率方面，公司产品可提升准确率，解决行业痛点。公司对短路故障、单相

接地故障判断准确率远高于行业水平。在当前配网实际维护中，通过设备对短路故障研判准确率可达 90%，对单相接地故障研判准确率仅 60%。根据实际运行状况，宏力达智能柱上开关的短路故障研判准确率达 99%以上，单相接地故障研判准确率达 90%，重合闸准确率接近 100%，准确率远高于行业平均水平。

传统故障研判存在故障研判率较低、定位方式落后等痛点。传统故障研判设备的研判率较低，而线路中的未知故障点为高风险隐患。在故障定位方式上，一般以人工开合闸试错，或调度中心通过遥控线路上开关的分合闸方式试错，从而确定故障区段。但分合闸试错的方式易造成用电区域反复通电、断电。传统故障研判还存在信息传递时间长、动作可靠性较差等痛点，影响电网用户的生产、生活，也给供电公司带来安全压力。

表 3：配电网维护中围绕故障研判的痛点

类别	描述
接地故障研判率较低	线路中的未知故障点为高风险隐患。配电网维护的重点之一即在尽可能短的时间内确定故障类型、故障位置，进行抢修。
接地故障定位方式落后	历史上，一般以人工开合闸试错的方式，确定故障发生区间；近年来过渡到调度中心以遥控线路上不同开关的分合闸方式来试错从而确定故障区段。分合闸试错方式容易造成居民、商业、工业等用电区域的反复通电、断电。
故障选择性隔离功能闲置	传统柱上开关隔离故障的时间较长，同时动作的可靠性较差，无法在有限的分级保护时间范围内可靠分闸从而实现选择性隔离故障，使得配网线路上分级保护功能无法充分利用，造成无谓停电事故。
信息传递、人机交互	一线运维人员仅能通过用户报修获知故障信息，进而沿线分头查找故障，现场设备状态信息无法采集，导致调度中心只能通过现场人员的反馈情况开展指挥。由于故障信息、设备信息无法及时传递至调度中心，调度“盲调”进行故障抢修指挥。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

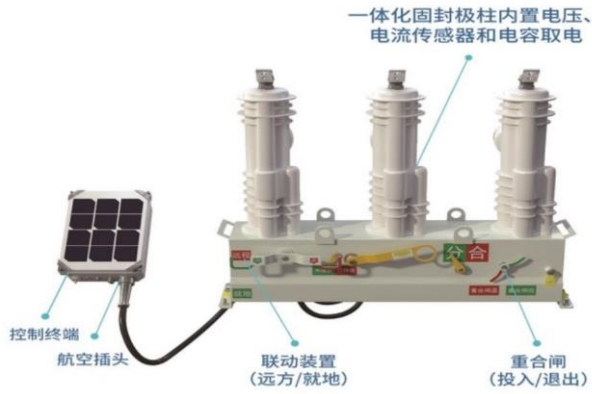
在功能上，公司的智能柱上开关可提高供电可靠性，并通过降损提高经济效益。传统柱上开关主要作用为：配电线路区间分段投切、控制及短路故障保护。而公司的智能柱上开关具有传统柱上开关不具备的功能，如单相接地故障和隔离、线损电量采集等。在单相接地故障频发、线损较高、线路稳定性要求较高的区段，智能柱上开关可提高供电可靠性，并且通过降损提高经济效益。

3. 产品壁垒：软件与传感器为核心竞争力，“合作+外协”轻资产运营

3.1. 软件与传感器为公司核心竞争力，升级迭代与对手拉开差距

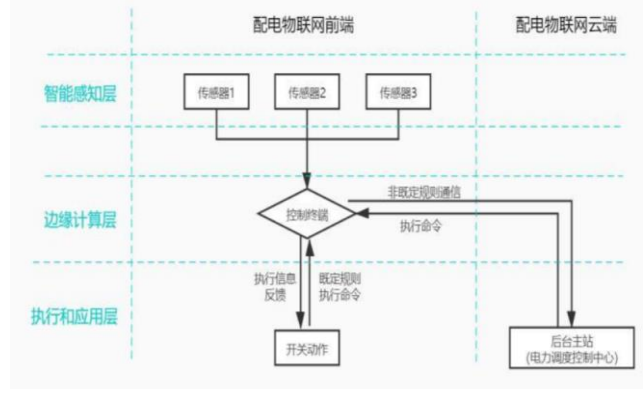
公司智能柱上开关由柱上开关本体、控制终端和配套软件组成。开关本体和控制终端为实体组件，属于硬件；配套软件则内嵌于控制终端中，包括各类故障研判、分析及通信的指令集。配电网为电网线路中负责电能分配的“最后一公里”，线路环境复杂多样，易受到自然灾害、人为原因等影响造成故障，引起停电、触点、火灾等潜在风险。宏力达产品内置的传感器与软件能帮助产品快速、高效解决配网故障的痛点。

图 8：智能柱上开关分为开关本体、控制终端及配套软件



资料来源：北极星电力网、天风证券研究所

图 9：公司智能柱上开关物联网示意图

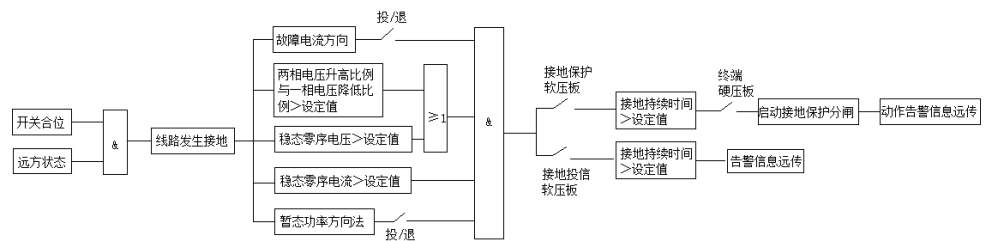


资料来源：公司公告、天风证券研究所

在控制终端嵌入研判系统，提高故障判断准确率。控制终端实时感知、监测配电网，采集电压、电流、电能量、频率、电网谐波等信息，采用边缘计算技术就地进行故障研判，向开关本体下达动作指令。公司产品具有智能感知、物联化数据处理、深度融合等优势：

- ✓ **智能感知**：内部集成取电模块、电流、电压和线损采集等传感器，实时感知配网线路。
- ✓ **物联化数据处理**：断路器依据实时感知的数据，就地进行故障研判、波形分析。同时采用自适应技术，强化应用场景或提升响应能力。
- ✓ **深度融合**：将各类传感器、取电模块、断路器本体进行集成，减少外置接口数量，提升设备运行可靠性、安装运维便利性。

图 10：公司智能柱上开关接地故障综合研判工作原理



资料来源：公司公告、天风证券研究所

配套软件和传感器构筑产品壁垒。我们认为开关硬件部分偏标准化，与竞争对手差距或不断缩小，但软件部分较难模仿。由于公司在电网故障研判领域长期积淀，在数据积累、软件迭代方面有望不断领先竞争对手。公司对智能开关、故障指示器及其运行状态长期跟踪研究，积累了大量配电网实际运行中的故障数据，并建立了不同类型的监控数据库。通过对过往实际故障数据的积累，公司的算法模型将不断优化，准确率有望不断提升。

3.2. 聚焦高附加值核心环节，业务模式带来轻资产

采用“合作+外协”方式生产，聚焦于高附加值核心环节。在开关本体部分，除自主加工外，公司采用核心零部件自行生产、常规部件外包的方式生产，聚焦于聚焦技术研发、工艺设计、质量控制等核心环节。

业务模式带来轻资产，高周转率。聚焦于高附加值的业务模式使公司资产较轻。2020 年公司固定资产仅 0.34 亿元，占总资产比例 1%，固定资产折旧 0.08 亿元，占收入比例 1%。较轻的资产带来较高周转率，2020 年公司固定资产周转率达到 26.9，远高于同类型企业科林

电气、北京科锐。

公司 ROE 处于同类型企业较高水平，资金充裕且资产负债率低。2020 年宏力达 ROE 为 10.5%，科林电气、北京科锐分别为 9.1%、2.9%。分细项看，公司净利率远高于同类型企业，2020 年达到 35.2%，而科林电气、北京科锐分别为 6.5%、3%。宏力达 2020 年资产周转率为 0.41，低于科林电气、北京科锐的 0.65，原因为公司 IPO 之后货币资金增加，总资产增加，周转率下降。公司权益乘数较低，原因为资产负债率较低，2020 年公司资产负债率仅 11%。

表 4：宏力达及同类公司 ROE、净利率、资产周转率、权益乘数、固定资产周转率

		2017	2018	2019	2020
ROE (摊薄, %)	宏力达	9.9	23.0	37.2	10.5
	科林电气	7.4	8.3	8.0	9.1
	北京科锐	5.9	5.9	4.6	2.9
净利率(%)	宏力达	13.0	24.1	34.1	35.2
	科林电气	7.6	7.1	6.5	6.5
	北京科锐	3.7	4.2	4.1	3.0
资产周转率 (%)	宏力达	0.56	0.58	0.73	0.41
	科林电气	0.67	0.67	0.66	0.65
	北京科锐	0.84	0.79	0.70	0.65
权益乘数	宏力达	1.6	2.1	1.6	1.1
	科林电气	1.8	1.8	2.1	2.4
	北京科锐	2.2	2.0	1.7	1.6
固定资产周转率(%)	宏力达	36.5	21.7	22.0	26.9
	科林电气	5.4	6.0	6.2	6.8
	北京科锐	5.1	5.2	4.0	3.3

资料来源：Wind、天风证券研究所

从毛利率水平看，宏力达远高于同类型企业，原因为产品具有更高附加值。2020 年宏力达综合毛利率为 54.1%，远高于做高压/中压开关的同类型企业。大烨智能、科林电气、北京科锐、双杰电气 2020 年综合毛利率分别为 31.1%、24.9%、21.9%、24.9%，四家平均毛利率为 25.7%。我们认为宏力达有更高毛利率的原因为公司的一二次融合智能开关有更高的产品附加值，带来更高利润。

表 5：同行业公司毛利率比较 (%)

公司名称	产品类型	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
大烨智能	中压开关设备	32.3%	27.6%	29.5%	32.7%
	配电自动化终端	32.6%	29.4%	30.5%	98.6%
	综合毛利率	30.1%	26.3%	26.4%	31.1%
科林电气	高低压开关及成套设备	26.0%	26.2%	24.4%	22.1%
	综合毛利率	29.5%	27.5%	27.7%	24.9%
北京科锐	开关类产品	23.9%	25.2%	25.4%	23.1%
	综合毛利率	25.3%	24.6%	24.3%	21.9%
双杰电气	柱上开关	28.6%	28.7%	23.7%	
	综合毛利率	28.4%	26.7%	24.1%	24.9%
可比公司综合毛利率		28.4%	26.3%	25.6%	25.7%
宏力达	配电网智能设备	61.4%	58.2%	57.7%	56.4%
	综合毛利率	48.3%	53.3%	55.9%	54.1%

资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

公司将自建部分产线，用于解决供应商供货渠道单一的问题。从成本结构看，原材料为公司最主要成本，2020 年配电网智能设备直接材料成本占比 86%。开关为原材料最大成本

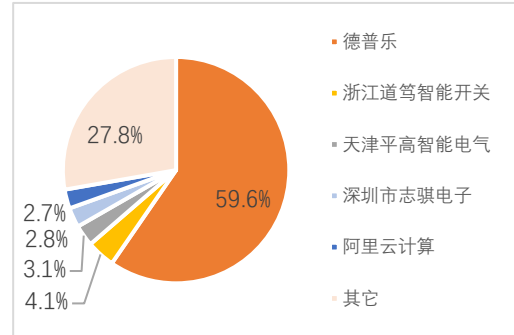
项，2019 年采购金额 3.1 亿元，占采购总额 67%。公司主要向德普乐采购开关本体，2017 年以来是公司第一大供货商，2020 年德普乐占公司采购比例 60%。为逐步降低开关本体供应渠道单一的风险，公司自 2019 年起着手建立开关本体加工装配线。

图 11：宏力达配电网智能设备的主要原材料采购情况（万元）

原材料类别	2017年	2018年	2019年
开关类	5,253	14,282	31,009
电子元器件类	1,762	3,887	4,311
电源类	1,177	1,480	1,230
金属件类	465	707	825
组装件类	357	831	1,356
辅料及辅助工具类	205	215	381
合计	9,218	21,402	39,111
占采购总额比例	65%	79%	84%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 12：宏力达 2020 年前五名供应商供货比例



资料来源：公司公告、天风证券研究所

往未来看，公司资产变重，但利润率有望进一步提升。到 2021 年，公司自建产线将达到 7000 套/年。公司计划新增开关本体产能 2.3 万套，到 2024 年公司开关本体产能达到 3 万套。往未来看，公司自制部分开关本体，资产或将变重。参考其他企业开关利润率，毛利率为 20-30%，我们预计公司毛利率水平进一步提升。

表 6：宏力达开关本体供应规划（万套）

实施主体	2020	2021	2022	2023	2024
德普乐	2-2.2	2.2	2.2	2.2	2-2.4
公司自建产线	0-0.2	0.7	0.7	0.7	0.7
公司募投项目	-	0	0	1.4	2.3
其中：上海基地				0.8	1.3
泉州基地				0.6	1

资料来源：公司公告、天风证券研究所

4. 增长点：产品延展&地区开拓

4.1. 产品延展：故障判断可延伸至环网柜等产品

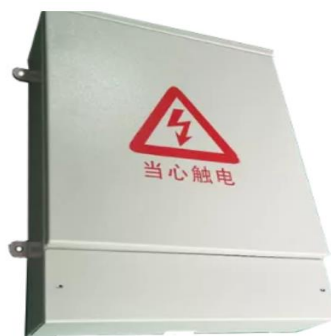
基于故障研判技术，公司可将故障研判技术与不同的一次产品融合。故障指示器安装于配电线路、电缆环网柜及分支箱上，能实时监测配电网线路数据，对数据加工处理、研判后进行故障告警。基于故障研判技术，公司正在开发配电网智能环网柜产品。从公司官网上列出产品看，公司还有接地故障研判辅助装置、运行状态智能分析装置。故障研判技术可与不同产品进行融合，公司可不断开拓品类。

图 13：宏力达接地故障研判辅助装置



资料来源：公司公告、天风证券研究所

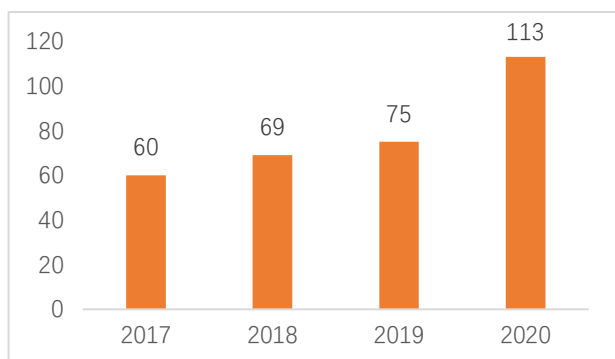
图 14：宏力达线路运行状态智能分析装置



资料来源：公司公告、天风证券研究所

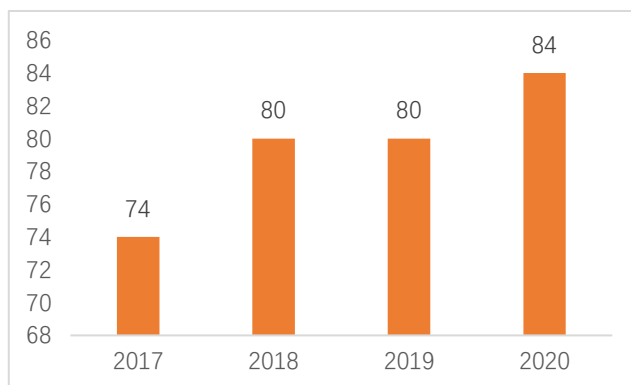
公司已加大新产品的系列研发，储备新产品。从专利布局数量上看，2020 年公司新增专利数量 25 个，专利数量累计达到 113 个，新增软件著作权 4 个，累计达到 84 个。2020 年公司专利数量明显增加。公司加大新产品研发，包括着力于线路运行状态分析装置、基于北斗应用的新型智能开关、带计量功能的一二次融合开关、一二次融合环网柜、20kV 一二次融合开关等新产品设备的开发等，为未来进一步打开市场空间做储备。

图 15：宏力达专利累积数量（个）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 16：宏力达软件著作权累积数量（个）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司重视研发，多位高管为公司核心技术人员，并作为发明人参与专利发明。总经理冷春田主要研发配网、电力大数据、IoT 业务板块，作为发明人参与发明及实用新型专利 17 项。副总经理唐捷为配网、IoT 业务主要研发人员，另一位副总经理赖安定为配网板块技术负责人。

表 7：多名高管为公司核心技术人员（截止 2020 年 12 月）

姓名	岗位	在公司工作起始时间	认定为核心技术人员的依据
冷春田	总经理	2012 年 5 月	配网、电力大数据、IoT 业务板块主要研发人员；作为发明人参与的发明及实用新型专利 17 项
唐捷	副总经理	2013 年 1 月	配网、IoT 业务板块主要研发人员；作为发明人参与的发明及实用新型专利 21 项
赖安定	副总经理	2015 年 5 月	配网业务板块技术负责人；作为发明人参与的发明及实用新型专利 45 项

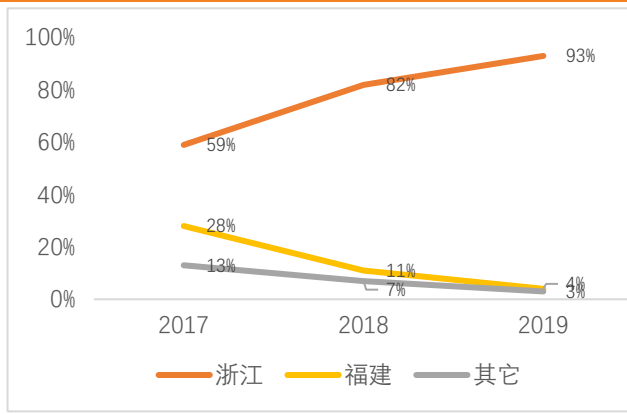
资料来源：公司公告、天风证券研究所

4.2. 地区开拓：复刻在浙江省的优势

目前公司业务主要分布在浙江，2019年在浙江省营收达到93%。按照投运地业务分布，公司多数业务分布在浙江，2017-2019年公司投运在浙江的业务占比达到59%、82%、93%。除浙江外，公司在开拓其它省份，公司产品已在江苏、四川、河南等省份试挂。公司在华东地区的业务占比已逐渐降低。按直接客户业务划分，华东地区业务占比由2019年77.1%下降至2020年70.2%，而华北地区业务由2019年14.9%提升至19.3%，西北地区业务也由2019年7.9%提升至2020年10.4%。

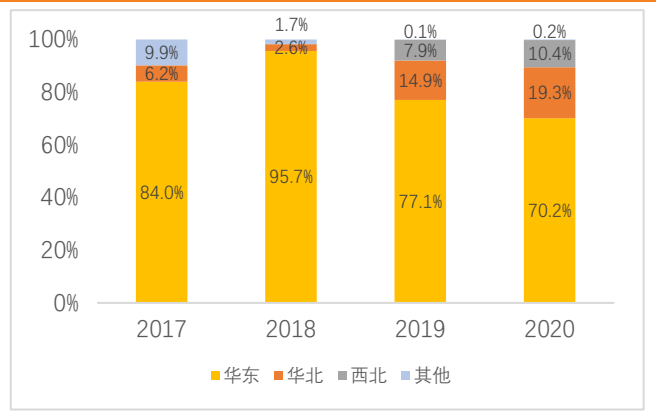
为何公司柱上开关选择浙江省切入？我们认为原因为：1) 浙江省近四成全社会用电量为清洁能源，而浙江省对于供电稳定性要求较高。2) 浙江省经济发展水平较高，各地市企业及居民对供电稳定性要求较高，国网浙江对于配电网稳定性维护压力较大，倾向于购买智能化、物联化水平更高的设备。而对公司而言，在产品推广初期集中资源突破国网浙江，设立样板点，并以设备实际运行数据进行推广，更有利于进入其它省份。

图 17：宏力达按照投运地业务分布



资料来源：公司公告、天风证券研究所

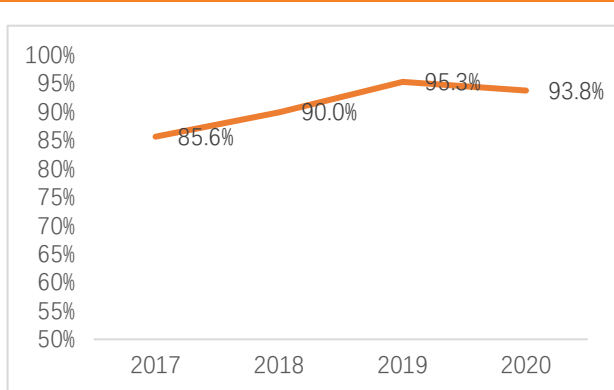
图 18：宏力达按直接客户业务分布



资料来源：公司公告、天风证券研究所

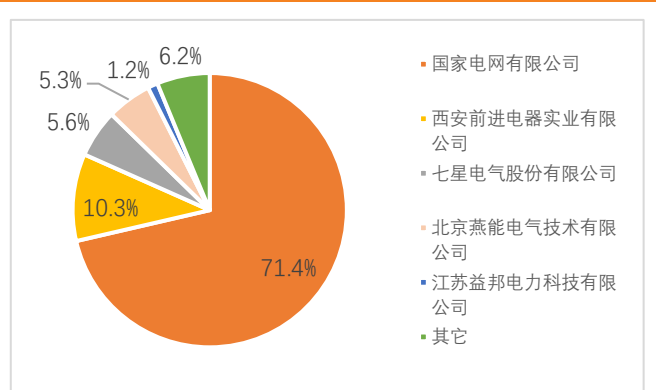
公司下游客户集中度较高，2020年第一大客户国家电网年营收占比达到71.4%。公司下游客户集中度较高，2018-2020年前五大客户集中度分别为90%、95.3%、93.8%。最大客户为国家电网，2020年营收占比达到71.4%。

图 19：宏力达前五大客户集中度 (%)



资料来源：公司公告、天风证券研究所

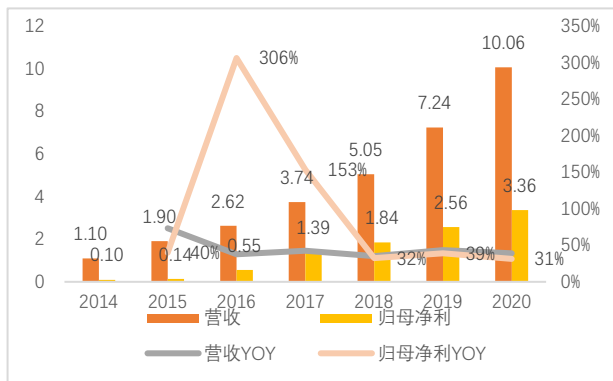
图 20：2020年公司前五大客户营收占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

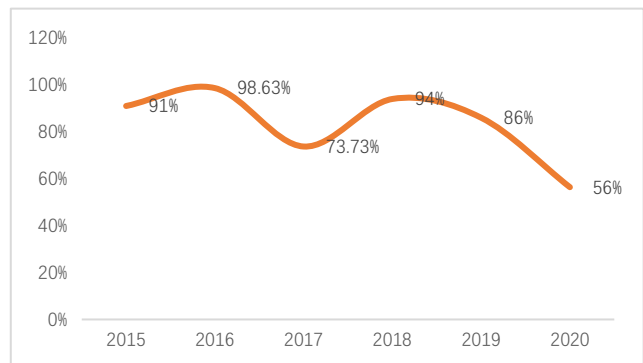
下游营收大多来自于国家电网，且目前主要依赖浙江省单个地区，但我们认为公司仍有望保持较快业绩增速。亿嘉和主要产品为特种机器人，包括操作类机器人、巡检类机器人、消防类机器人，主要应用电力行业。2020 年公司营收 10 亿元，其中电力行业营收 9.1 亿元，占比超过 90%。江苏省是亿嘉和最主要开拓的省份，2015-2019 年江苏占亿嘉和收入比例达到 70%以上。但 2015-2019 年亿嘉和营收从 1.9 亿元增长至 7.2 亿元，复合增速达到 40%，归母净利润从 0.14 亿元提升至 2.6 亿元，复合增速达到 109%。亿嘉和、宏力达下游市场都为电力市场，虽然在开拓初期对单个省份的依赖度较高，但电力市场容量够大，电力设备企业仍能保持较快增速。

图 21：亿嘉和营收与利润（亿元）及增速（%）



资料来源：亿嘉和公告、天风证券研究所

图 22：亿嘉和江苏地区收入占比（%）



资料来源：亿嘉和公告、天风证券研究所

5. 行业空间与竞争格局

5.1. 行业空间：预计未来每年市场空间有望达到 135 亿

从存量市场看，2018 年全国 6-20kV 配网线路中共有配电开关 447.6 万台，79%为 10 年以内设备。2018 年，全国 6-20kV 配网线路中，投运 5 年以内配电开关共有 226.49 万台，占比 50.6%，5-10 年设备共有 126.22 万台，占比 28.2%，10 年以内开关共有 353 万台，占比 79%。由于设备使用年限越长，衰减性能越多，更换需求更强。

表 8：电网传统配电开关更换需求

投运年限	比例	对应数量（万台）	累计数量（万台）
20 年以上	3%	13.43	13.43
15-20 年	18.20%	81.46	94.89
5-10 年	28.20%	126.22	221.11
5 年以内	50.60%	226.49	447.6

资料来源：《高压开关行业年鉴 2018》、公司公告、天风证券研究所

从增量市场看，一二次开关成为趋势。根据《高压开关行业年鉴 2019》，2019 年传统柱上开关产量合计 81 万套，行业格局较为松散，前十名企业产量合计占比 41.3%。一二次融合的比例有望不断提升。2019 年，国家电网配网设备协议库存共招标柱上断路器 12 万套，其中一二次融合成套柱上开关断路器招标 7 万多套，占比近 60%。

公司 2019 年智能柱上开关产量 2.25 万套，占传统柱上开关产量 2.79%。2018-2020 年，公司生产智能柱上开关 1.03、2.25、1.96 万套，销售 0.71、1.53、2.07 万套。由于供电企业实际投运后才确认为收入，而安装和投运需要约 4-6 个月周期，因此产销率出现一定波动。

表 9：宏力达智能柱上开关、故障指示器产销量（套）

		2017	2018	2019	2020
智能柱上开关	产量（套）	3824	10312	22520	19641
	YOY		170%	118%	-13%
	销量（套）	1801	7150	15255	20709
	YOY		297%	113%	36%
故障指示器	产量（套）	34252	35566	5078	25202
	YOY		4%	-86%	396%
	销量（套）	28379	21249	24398	23157
	YOY		-25%	15%	-5%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

我们预计随着智能柱上开关在全国推进，每年市场空间有望达到 135 亿元。根据公司测算，浙江省配电网约有 29 万套柱上智能开关销售空间。2020 年浙江省用电量 48.3GWh，而全社会用电量 751GWh，浙江省占全国用电量 6.4%。若按照浙江省用电比例推算，全国智能柱上开关销售空间 451 万套。根据表 8，多数传统开关投运年限为十年以内，开关存量总量约 448 万套。假设更换周期为十年，每年 10% 更换为智能柱上开关，则每年柱上开关销售空间 45 万套。若智能柱上开关单价 3 万/套，对应每年市场空间 135 亿元。

5.2. 竞争格局：传统高压开关格局较松散，新产品周期有望提升集中度

与同类型企业相比，宏力达在智能柱上开关产品上起步较早，且营收规模较大。从同类企业官网上产品看，合纵科技、科汇股份有一二次融合的智能开关产品，但柱上智能开关营收规模较小。合纵科技柱上开关 2020 年营收约 0.76 亿，占公司收入比例 5.9%。科汇股份在 2015 年之后开发出一体化成套智能柱上开关，实现短路故障、小电流接地故障选择性就近隔离。2019 年，科汇股份的配电网自动化产品营收约 1 亿，占公司营收比例 33%。对于宏力达，智能柱上开关是公司最主要营收来源，2019 年营收 5.66 亿元，占公司营收比例达到 80%。

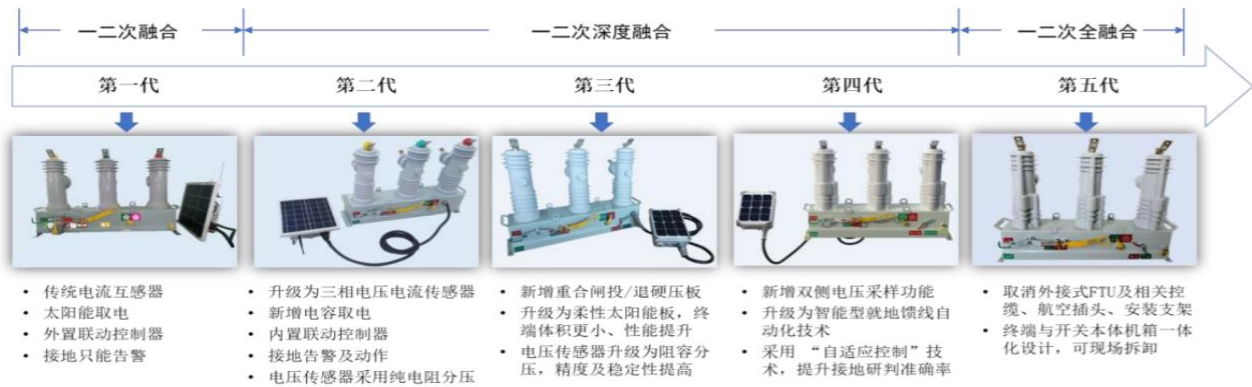
表 10：同类型企业一二次融合开关进展情况

公司名称	官网上是否有一二次融合开关产品？	披露信息
北京科锐	无	2019 年，公司完成一二次深度融合柱上全电子式产品设计，并完成极柱传感器精度、绝缘等测试
双杰电气	无	公司加大开关设备一二次融合产品的开发与推广，将一次开关和智能化控制监测等二次设备进行深度融合。
大烨智能	无	重点开发配电网物联网、深度融合的智能中压开关设备等领域的关键技术。
合纵科技	有	加快研发团队的人才储备，完善配电终端、微机保护、故障指示器、一二次融合设备等系列智能化产品的研发与生产。柱上开关 2019 年营收约 0.7 亿，占公司收入比例 3.8%。
中能电气	无	公司在原有的生产制造能力基础上，进一步提升二次设备的研发和制造能力，并不断加强整合两者的系统集成水平
科汇股份	有	2015 年之后开发出一体化成套智能柱上开关，实现了短路故障、小电流接地故障选择性就近隔离。2019 年公司配电网自动化产品约 1 个亿，占公司营收比例 33%。

资料来源：招股说明书、各公司官网、天风证券研究所

2019 年，公司已实现第五代“一二次全融合”产品，平均每年迭代一次。公司于 2015 年成功研发第一代“一二次融合”智能柱上开关，2016 年起升级研发“一二次深度融合”智能柱上开关，推出第二到第四代产品。2019 年实现第五代产品“一二次全融合”。公司具有较快的迭代速度，平均每年迭代一次。

图 23：宏力达产品迭代路径



资料来源：公司公告、天风证券研究所

目前传统厂商主要处于“一二次成套”阶段，将多个功能模块进行拼接组合。“一二次成套”柱上开关将传统“柱上开关”与电压、电流互感器、电源 PT、控制终端等功能模块进行组合，各模块之间通过接口和线缆连接。但仅是简单拼接组合，仍存在一二次设备不匹配，兼容性、互换性、扩展性差和接地故障研判准确率低等行业难题。

宏力达工艺上实现了多个功能模块的高度集成化，控制终端与开关本体仅一根线缆连接。公司将自主研发的高精度交流传感器、取电模块、真空灭弧室一体化固封在高压开关本体的极柱之内，控制终端与开关本体仅一根线缆连接。公司研发的新一代交流传感器，对恶劣的现场运行环境有更好适应性，且具备更好的采样精度和频率，能实现更多参数、更为精确的监测。

图 24：宏力达智能柱上开关、传统柱上开关、一二次成套柱上开关对比图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

传统柱上开关产品行业格局较为松散，在智能柱上开关引领的新的产品周期中，行业集中度有望提升。2019 年传统柱上开关产量合计 81 万套，行业格局较为松散，前十名企业产量合计占比 41.3%。由于智能柱上开关相比分采购部件具有经济性，且公司产品在故障研判的准确率较高，我们认为在智能柱上开关引领的新的产品周期中，行业集中度有望提升，公司有望成为智能柱上开关龙头企业。

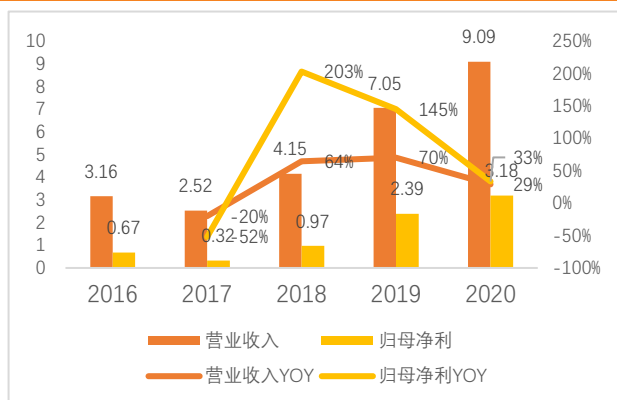
6. 盈利预测与估值

6.1. 预计 2021、2022 年公司收入 11.4、14.4 亿元，同比增长 26%、26%，归母净利润 4、5.2 亿元，同比增长 25%、30%

公司处于快速成长期，收入、利润均快速增长。公司 2020 年营收 9.09 亿元，同比增长 29%，归母净利润 3.18 亿元，同比增长 33%。2016-2020 年，公司营收从 3.16 亿元增长至 9.09 亿元，复合增速达到 30%，归母净利从 0.67 亿元增长至 3.18 亿元，复合增速达到 47%。

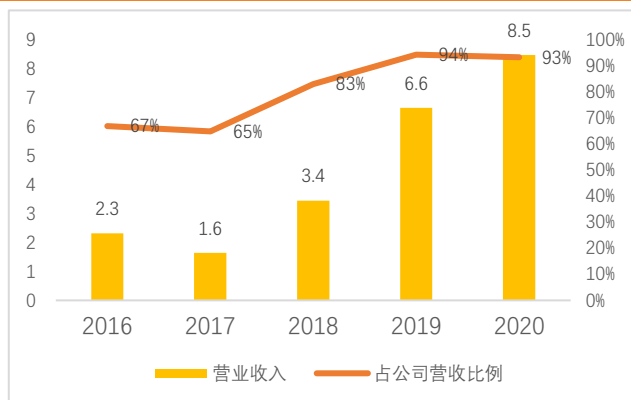
配电网智能设备为最大营收来源，2020 年收入 8.5 亿元，占营收比例达到 93%。配电网智能设备主要产品为智能柱上开关、故障指示器，2020 年营收 8.5 亿元，同比增长 27%，是公司最大营收来源，2020 年占公司营收比例达到 93%。

图 25：宏力达营收、归母净利（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

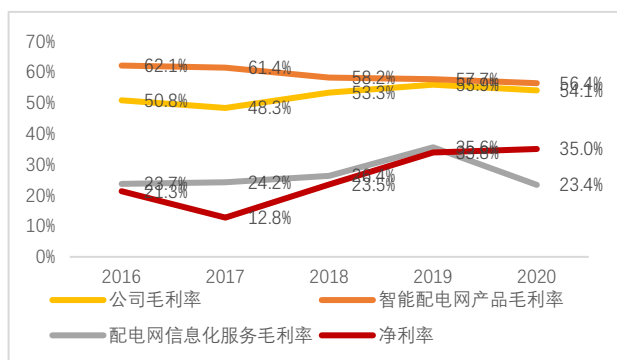
图 26：宏力达配电网智能设备营收（亿元）及营收占比（%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

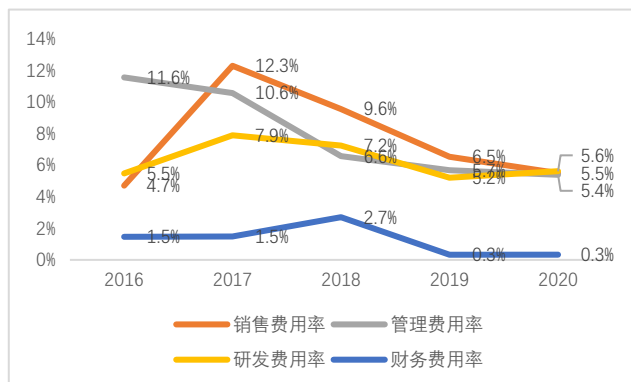
公司毛利率自 2016 年以来略微提升，净利率水平明显提升。公司 2020 年毛利率 54.1%，相较于 2016、2017 年略微提升，主要原因为高毛利率的智能配电网产品营收比例提升，营收占比从 2016 年 67% 上升至 2020 年 93%。净利率提升明显，主要原因为销售、管理费用率由于营收规模增加下降明显。管理费用率从 2016 年 11.6% 下降至 2020 年 5.4%，销售费用率从 2017 年 12.3% 下降至 2020 年 5.5%。

图 27：宏力达整体及主要业务毛利率（%）及净利率（%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 28：宏力达销售、管理、研发、财务费用率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

我们预计 2021、2022 年公司营收分别为 11.4、14.4 亿元，同比增长 26% 和 26%。公司在浙江地区进一步推广，同时向江苏、四川等拓展，预计配电网智能设备 2021、2022 年营收 10.8、13.7 亿元，同比增长 27%、27%。同时，公司产品领先于竞争对手，产品处于导入期，预计能保持较高利润水平。我们预计 2021、2022 年公司营收 11.4、14.4 亿元，同比增长 26%、26%，归母净利润 4、5.2 亿元，同比增长 25%、30%。

表 11：宏力达营收拆分

	单位	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
配电网智能设备	营业收入	亿元	3.4	6.6	8.5	10.8	13.7
	YOY			93%	27%	27%	25%
	毛利率	%	58.2%	57.7%	56.4%	54.0%	55.0%
配电网信息化服务	营业收入	亿元	0.3	0.1	0.4	0.4	0.4
	YOY			-63%	204%	5%	5%
	毛利率	%	26.3%	35.6%	23.4%	22.0%	24.0%
其它	营业收入	亿元	0.36	0.23	0.19	0.22	0.26
	YOY			-35%	-18%	15%	20%
	毛利率	%	33.0%	19.5%	23.6%	22.0%	23.0%
合计	营业收入	亿元	4.1	7.1	9.1	11.4	14.4
	YOY			70%	29%	26%	26%
	毛利率	%	53.3%	55.9%	54.1%	52.1%	53.4%
	归母净利润	亿元	1.0	2.4	3.2	4.0	5.2
	YOY			145%	33%	25%	30%

资料来源：Wind、天风证券研究所

6.2. 估值：给予 2022 年 PE 25x，“买入”评级

从市场空间看，我们预计智能柱上开关每年空间约 135 亿元，2020 年公司配电网智能设备营收 8.47 亿元，预计公司产品渗透率仅 6%，成长空间较大。随着公司将故障研判技术融入不同产品，公司将横向拓张品类，而从地区来看，公司也将从单一浙江省开拓到其它省份。

与同类型电力设备企业相比，亿嘉和、国电南瑞、许继电气 2022 年 PE 分别为 20.3、29.2、17.3x，考虑未来 3-5 年宏力达归母净利润预计保持 30%左右增速，且市场空间较大，公司渗透率提升仍有很大空间，给予 2022 年 PE 25x，对应股价 130 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：同类企业估值对比（PE）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
亿嘉和	27.4	39.5	27	20.3	14
国电南瑞	22.5	25.3	34.4	29.2	25.3
许继电气	25.5	20.4	20.2	17.3	15.1

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：估值来自 Wind 一致预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	364.97	722.25	1,421.82	1,590.24	2,512.27
应收票据及应收账款	128.86	321.71	317.95	302.98	468.47
预付账款	9.58	13.95	54.99	14.39	63.42
存货	340.84	303.99	525.36	523.80	735.76
其他	41.19	1,825.34	1,580.30	1,376.30	1,251.30
流动资产合计	885.44	3,187.24	3,900.42	3,807.70	5,031.21
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	33.15	34.29	66.62	113.97	157.33
在建工程	4.31	29.44	53.67	80.20	78.12
无形资产	14.26	43.89	42.02	40.16	38.29
其他	103.16	101.60	98.82	99.68	99.60
非流动资产合计	154.88	209.23	261.13	334.00	373.33
资产总计	1,040.32	3,396.47	4,161.55	4,141.71	5,404.54
短期借款	65.09	48.06	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	121.16	126.90	312.59	180.31	398.50
其他	156.50	144.96	462.53	127.93	637.64
流动负债合计	342.75	319.92	775.12	308.24	1,036.14
长期借款	53.28	47.67	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.65	3.73	4.16	3.84	3.91
非流动负债合计	56.93	51.40	4.16	3.84	3.91
负债合计	399.68	371.32	779.28	312.08	1,040.05
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	75.00	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	167.00	2,208.31	2,208.31	2,208.31	2,208.31
留存收益	565.65	2,925.15	3,282.27	3,729.63	4,264.49
其他	(167.00)	(2,208.31)	(2,208.31)	(2,208.31)	(2,208.31)
股东权益合计	640.65	3,025.15	3,382.27	3,829.63	4,364.49
负债和股东权益总计	1,040.32	3,396.47	4,161.55	4,141.71	5,404.54

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	238.59	318.20	398.91	519.98	657.27
折旧摊销	8.32	10.09	5.31	7.99	10.59
财务费用	4.44	6.37	(4.09)	(9.74)	(13.27)
投资损失	(0.85)	(3.38)	(6.00)	(5.00)	(2.00)
营运资金变动	(286.05)	(270.27)	286.21	(406.92)	276.57
其它	65.21	9.96	6.34	7.50	8.00
经营活动现金流	29.65	70.96	686.69	113.81	937.17
资本支出	28.22	65.54	59.57	80.31	49.93
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(65.52)	(1,829.74)	86.75	37.19	44.07
投资活动现金流	(37.30)	(1,764.21)	146.32	117.50	94.00
债权融资	118.37	95.73	0.00	0.00	0.00
股权融资	(2.35)	2,063.20	4.09	9.74	13.27
其他	(84.25)	(127.42)	(137.52)	(72.63)	(122.41)
筹资活动现金流	31.78	2,031.51	(133.43)	(62.89)	(109.14)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	24.13	338.26	699.57	168.42	922.03

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	705.13	908.52	1,141.92	1,438.70	1,787.44
营业成本	310.99	417.01	524.14	653.17	793.63
营业税金及附加	4.57	4.23	4.57	5.75	7.15
营业费用	46.11	49.65	59.38	73.37	89.37
管理费用	40.01	48.76	60.52	71.94	89.37
研发费用	36.71	51.46	63.95	74.81	92.95
财务费用	2.35	3.11	(4.09)	(9.74)	(13.27)
资产减值损失	(8.42)	(15.94)	(5.00)	(8.00)	(10.00)
公允价值变动收益	0.00	5.66	6.34	7.50	8.00
投资净收益	(1.68)	2.32	6.00	5.00	2.00
其他	(2.89)	(21.83)	(24.68)	(25.00)	(20.00)
营业利润	277.38	364.09	450.79	589.90	748.24
营业外收入	0.09	5.20	10.00	10.00	10.00
营业外支出	0.17	0.13	0.15	0.15	0.14
利润总额	277.30	369.16	460.64	599.75	758.10
所得税	38.71	50.96	61.73	79.77	100.83
净利润	238.59	318.20	398.91	519.98	657.27
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	238.59	318.20	398.91	519.98	657.27
每股收益(元)	2.39	3.18	3.99	5.20	6.57

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	70.00%	28.84%	25.69%	25.99%	24.24%
营业利润	149.44%	31.26%	23.81%	30.86%	26.84%
归属于母公司净利润	144.77%	33.37%	25.37%	30.35%	26.40%
获利能力					
毛利率	55.90%	54.10%	54.10%	54.60%	55.60%
净利率	33.84%	35.02%	34.93%	36.14%	36.77%
ROE	37.24%	10.52%	11.79%	13.58%	15.06%
ROIC	535.19%	108.81%	65.53%	139.09%	75.89%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	38.42%	10.93%	18.73%	7.54%	19.24%
净负债率	-38.49%	-20.71%	-42.04%	-41.52%	-57.56%
流动比率	2.58	9.96	5.03	12.35	4.86
速动比率	1.59	9.01	4.35	10.65	4.15
营运能力					
应收账款周转率	4.93	4.03	3.57	4.63	4.63
存货周转率	2.68	2.82	2.75	2.74	2.84
总资产周转率	0.73	0.41	0.30	0.35	0.37

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	2.39	3.18	3.99	5.20	6.57
每股经营现金流	0.30	0.71	6.87	1.14	9.37
每股净资产	6.41	30.25	33.82	38.30	43.64
估值比率					
市盈率	40.29	30.21	24.10	18.49	14.63
市净率	15.01	3.18	2.84	2.51	2.20
EV/EBITDA	0.00	13.40	14.58	11.26	7.85
EV/EBIT	0.00	13.71	14.76	11.42	7.96

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

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

一般声明

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

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com