



精密部品领先企业，布局储能静待花开

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) **深度绑定施耐德:** 施耐德全球向公司采购的冲压类加钣金类销售额占比 5.4%，在同类客户中排第 2 名，未来施耐德规划将其 80% 的业务整合至核心供应商处，预计公司在施耐德的冲压类加钣金类的份额有望提升至 7.7%-9.7%；2) **受益于丰田电动化转型:** 公司对丰田的销售额占汽车业务超 65%，丰田国内三大新能源汽车项目已陆续投产，合计产能达 60 万辆/年，公司已取得丰田 032D、030D 等多个新车型订单，将充分受益于丰田的电动化转型；3) **布局储能静待花开:** 公司拟投 15 亿建设 2GWh 储能项目，全部达产后收入有望达 30 亿元。
- 电气业务深度绑定施耐德。** 施耐德是公司电气业务第一大客户，2021 年占公司电气业务收入 87.4%，占总收入 41.7%，公司深度绑定施耐德，2016 年进入施耐德全球核心供应商序列后收入快速增长，未来几年施耐德规划将其 80% 的物料（合计约 20 亿元规模）集中至全球战略供应商进行采购，公司将进一步受益。
- 汽车业务深度绑定丰田。** 丰田是汽车业务第一大终端客户，占公司汽车业务收入超 65%，占公司总收入超 20%，公司与丰田不断加大在新能源汽车方面的合作，取得了丰田 030D 和 031D 新能源车型共计 36 个新品种类订单、丰田 27PL 以及丰田与比亚迪合作的 290D 新能源车型共计 8 个新品种类订单，未来将充分受益于丰田积极的电动化转型。
- 积极布局储能，打造新增长点。** 用户侧电化学储能空间广阔，2025 年预计我国新增电化学储能 3.4GW，21-25 年复合增速 66%。公司积极布局用户侧电化学储能，为家庭和工商业储能客户提供集锂电池 PACK、电池管理系统 BMS、储能变流器 PCS、能量管理系统 EMS 及柜体制造为一体的储能产品系统解决方案，生产方面，以浙江津荣为主要基地打造 2GWh 电池储能产品（除电芯外）全产业链产品生产地；公司储能产品销售与现有部分电气客户具有协同效应，并且公司也将自主加大市场拓展力度。我们预计公司储能项目投产后，有望成为公司重要增长点。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.70 元、1.12 元、2.11 元，未来三年归母净利润将保持 56.5% 的复合增长率，给予公司 2023 年 25 倍估值，对应目标价 28.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格或大幅波动；大客户施耐德或丰田项目拓展不及预期；储能业务拓展进度不及预期；汇率波动风险。

指标年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1341.18	1524.06	2445.37	3441.10
增长率	35.54%	13.64%	60.45%	40.72%
归属母公司净利润 (百万元)	73.21	93.03	148.91	280.60
增长率	17.38%	27.07%	60.06%	88.44%
每股收益 EPS (元)	0.55	0.70	1.12	2.11
净资产收益率 ROE	8.43%	9.63%	13.35%	20.10%
PE	39	31	19	10
PB	3.22	2.89	2.51	2.00

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn

分析师: 邵桂龙
执业证号: S1250521050002
电话: 021-58351893
邮箱: tgl@swsc.com.cn

联系人: 冯安琪
电话: 021-58351905
邮箱: faz@swsc.com.cn

联系人: 白臻哲
电话: 010-57758530
邮箱: bzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.33
流通 A 股(亿股)	0.50
52 周内股价区间(元)	18.44-57.77
总市值(亿元)	28.51
总资产(亿元)	13.09
每股净资产(元)	11.82

相关研究

目 录

1 公司概况：二十年发展历史，业绩增长稳健	1
2 行业分析：电气/汽车市场发展稳健，储能空间广阔	2
2.1 电气行业：各子领域均有望稳健增长	2
2.2 汽车行业：年底有望稳健增长，长期预计发展稳定	5
2.3 储能行业：用户侧电化学储能市场空间广阔	7
3 公司分析：电气/汽车双轮驱动，看点诸多	10
3.1 产品矩阵丰富，电气/汽车收入增长稳健	10
3.2 深度绑定大客户，助力收入稳健增长	12
3.3 布局储能，打造新增长点	17
3.4 业务布局广阔，积极开拓全球市场	18
3.5 原料价格回落和规模效应助力毛利率改善	20
4 财务分析	22
4.1 盈利能力稳定，期间费用率有所降低	22
4.2 偿债能力较强，营业能力较好	24
5 盈利预测与估值	26
5.1 盈利预测	26
5.2 相对估值	27
6 风险提示	27

图 目 录

图 1: 公司发展历史.....	1
图 2: 2022H1 公司业务构成情况.....	1
图 3: 2017-2022H1 公司业务构成情况	1
图 4: 2017 年以来公司营业收入及增速.....	2
图 5: 2017 年以来公司净利润及增速	2
图 6: 公司股权结构.....	2
图 7: 低压电器设备的主要产品	3
图 8: 我国全社会用电量走势及预测.....	3
图 9: 我国低压电器市场规模走势及预测.....	3
图 10: 低压电器设备的三类参与者.....	4
图 11: 全球工业控制和工厂自动化市场规模情况及预测.....	5
图 12: 我国自动化设备市场规模走势及预测.....	5
图 13: 我国配电市场规模走势.....	5
图 14: 我国基建行业市场规模走势及预测	5
图 15: 乘用车批发销量走势 (万辆)	6
图 16: 狭义乘用车零售销量走势 (万辆)	6
图 17: 2020 年各国汽车千人保有量.....	7
图 18: 乘用车批发零售销量预测	7
图 19: 储能的主要分类 (按储存形式分)	8
图 20: 储能的主要分类 (按应用领域分)	8
图 21: 截至 2021 年我国累计储能装机结构 (按储能形式分)	8
图 22: 2021 我国新增储能装机量结构 (按储能形式分)	8
图 23: 截至 2021 年全球储能累计装机结构 (按储能形式分)	8
图 24: 截至 21 年全球新型储能累计装机结构 (按储能形式分)	8
图 25: 我国每年新增电化学储能装机量及预测.....	9
图 26: 全球电化学储能累计装机量预测.....	9
图 27: 2021 我国新增新型储能装机量结构 (按应用领域分)	9
图 28: 2021 我国累计新型储能装机量结构 (按应用领域分)	9
图 29: 2020 年公司电气类业务收入结构.....	10
图 30: 公司电气业务收入走势.....	10
图 31: 公司电气业务主要产品与应用领域	11
图 32: 2020 年公司汽车类业务收入结构.....	12
图 33: 公司汽车类业务收入走势	12
图 34: 公司汽车领域主要产品.....	12
图 35: 施耐德全球和施耐德中国的收入走势.....	13
图 36: 公司对施耐德的销售额走势.....	13
图 37: 公司电气业务收入 85% 以上来自于施耐德	14
图 38: 公司总收入 35% 以上来自施耐德.....	14
图 39: 丰田汽车国内销量情况.....	15

图 40: 公司汽车业务收入走势.....	15
图 41: 公司对东海橡塑、电装、丰田纺织的销售额.....	16
图 42: 公司对丰田的收入占汽车业务和总收入的比重	16
图 43: 公司的电池储能产品产业链.....	18
图 44: 公司全球化战略.....	19
图 45: 海外业务收入走势.....	20
图 46: 海外业务收入占比持续提升.....	20
图 47: 泰国津荣收入利润情况.....	20
图 48: 印度津荣收入利润情况.....	20
图 49: 钢材价格指数情况.....	21
图 50: 铜材价格情况 (元/吨)	21
图 51: 公司与可比公司毛利率情况.....	22
图 52: 公司与可比公司毛利率.....	23
图 53: 公司与可比公司净利率.....	23
图 54: 公司与可比公司管理费用率.....	23
图 55: 公司与可比公司研发费用率.....	23
图 56: 公司与可比公司销售费用率.....	23
图 57: 公司与可比公司财务费用率.....	23
图 58: 公司与可比公司期间费用率.....	24
图 59: 公司与可比公司 ROA 走势.....	24
图 60: 公司与可比公司 ROE (平均) 走势.....	24
图 61: 公司与可比公司资产负债率走势.....	25
图 62: 公司与可比公司流动比率走势	25
图 63: 公司与可比公司总资产周转率走势 (次)	25
图 64: 公司与可比公司存货周转率走势 (次)	25
图 65: 公司与可比公司货币现金情况 (亿元)	25
图 66: 公司与可比公司经营性现金流净额情况 (亿元)	25

表 目 录

表 1: 低压电器零配件领域主要参与者	4
表 2: 国家层面的促汽车消费政策	6
表 3: 下半年乘用车批销测算 (万辆)	7
表 4: 我国用户侧电化学储能市场空间测算	10
表 5: 公司各业务的主要客户	13
表 6: 2020 年度公司在施耐德全球采购体系中的份额情况	14
表 7: 2021 年以来公司在施耐德取得的新项目和新订单	15
表 8: 2021 年以来丰田在国内投产的新能源工厂情况	16
表 9: 2021 年以来获得的丰田订单情况	16
表 10: 南浔智能制造基地项目具体规划情况	17
表 11: 小额定增项目情况	18
表 12: 母公司与各子公司基本情况	19
表 13: 公司主要原材料采购金额及占总营业成本比重情况	21
表 14: 公司主要原材料价格变动敏感性分析	21
表 15: 分业务收入及毛利率	26
表 16: 可比公司估值 (2022 年 12 月 12 日)	27
附表: 财务预测与估值	28

1 公司概况：二十年发展历史，业绩增长稳健

公司成立于 2004 年 6 月，是专业从事冲压模具自动成形精密组件研发、生产、销售的国家级高新技术企业，产品广泛应用于国内外电气和汽车两大领域，并在全国多地以及泰国、印度建有生产基地，已于 2021 年 5 月在创业板上市。

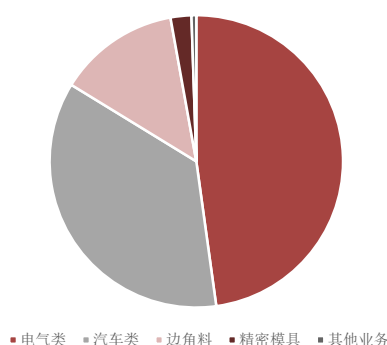
图 1：公司发展历史



数据来源：Wind，西南证券整理

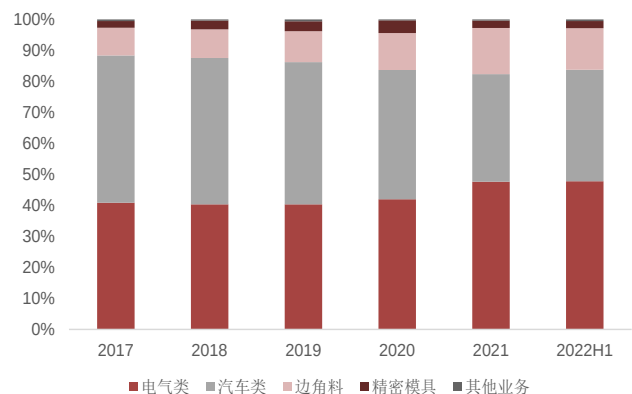
公司主营业务结构：公司主营业务包括四类：电气类、汽车类、边角料、精密模具，2022 年上半年来看，公司收入主要来自电气类业务，占比 47.8%，第二大业务是汽车类业务，占比 35.9%。纵向来看，2017-2022H1 电气类业务收入占比由 40.9%增至 47.8%，汽车类业务收入占比由 47.5%降至 35.9%，主要是得益于和施耐德的合作进一步加深，电气类业务发展迅速所致。

图 2：2022H1 公司业务构成情况



数据来源：Wind，西南证券整理

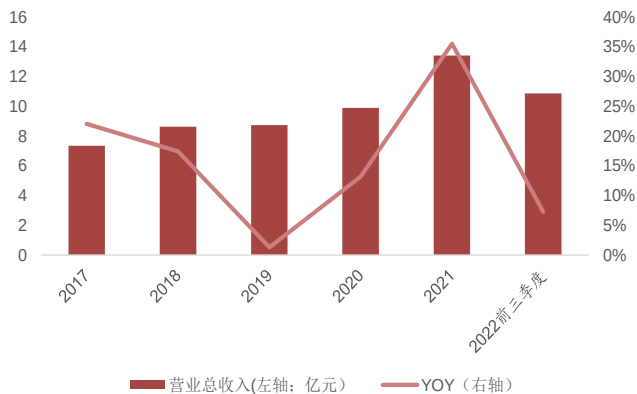
图 3：2017-2022H1 公司业务构成情况



数据来源：Wind，西南证券整理

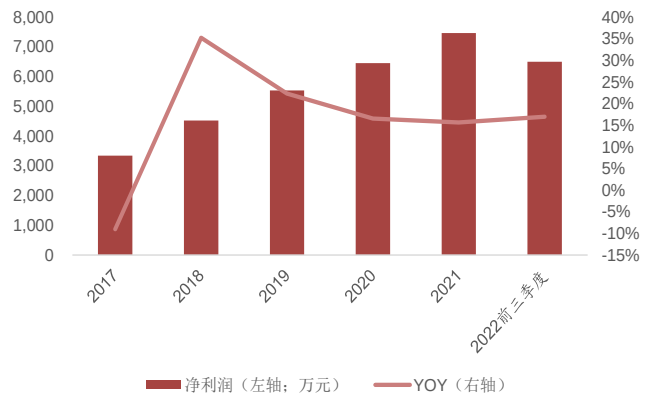
公司业绩状况：公司营业收入和净利润整体稳健增长，2017-2021 公司营收从 7.3 亿元增至 13.4 亿元，2018-2021 年 CAGR16.2%，同期净利润从 3347.3 万元增至 7469.0 万元，2018-2021 年 CAGR22.2%，公司净利润增速高于营收增速的原因在于公司期间费用率显著降低。最新 22 年前三季度公司营收为 10.9 亿元，同比增长 7.3%，净利润为 6500.4 万元，同比增长 17.0%。

图 4：2017 年以来公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

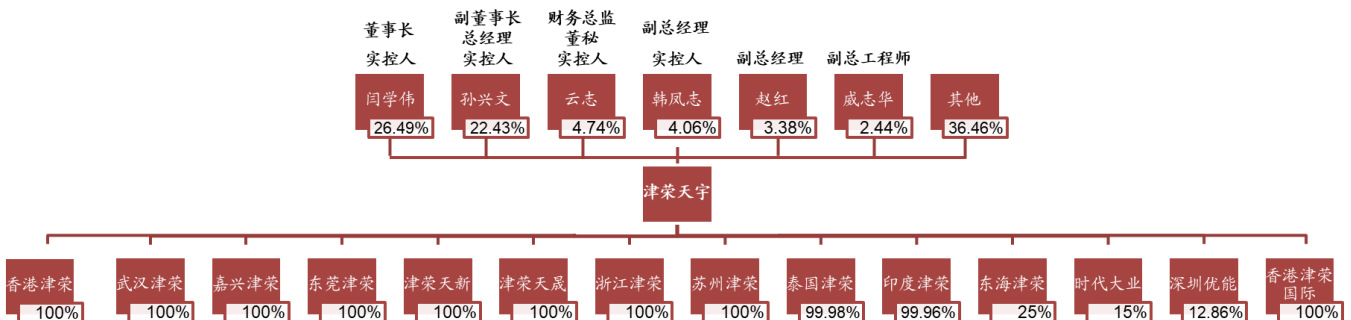
图 5：2017 年以来公司净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权结构情况：控股权集中，深度绑定高管。公司四位实控人分别是董事长闫学伟、副董事长兼总经理孙兴文、财务总监兼董秘云志、副总经理韩凤志，合计持股 57.72%，对公司控制力较强。公司通过股权深度绑定高管，除上述四位实控人外，公司副总经理赵红、副总工程师威志华分别持股 3.38%、2.44%。

图 6：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：电气/汽车市场发展稳健，储能空间广阔

2.1 电气行业：各子领域均有望稳健增长

公司电气类业务产品主要应用于低压配电设备、工业自动化设备、中压配电及能源设备，其中低压配电设备是最主要应用领域。

根据国标 GB14048《低压开关设备和控制设备》的定义，低压电器设备包括适用于交流 1000V、直流 1500V 以下电路用于电能分配、电路连接、电路切换、电路保护、控制及显示的各类电器元件和组件。低压电器设备种类较多，其中最主要的产品是配电电器、终端电器和控制电器。

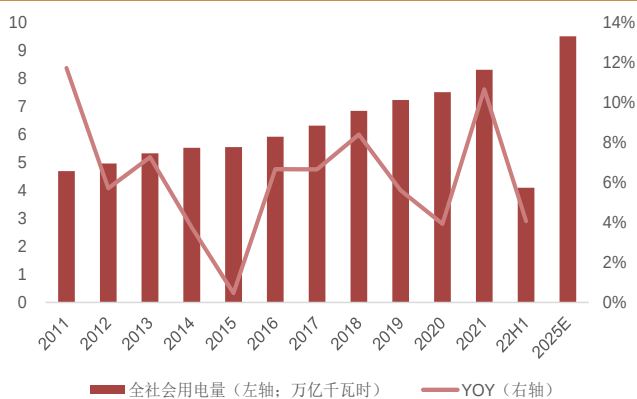
图 7：低压电器设备的主要产品



数据来源：招股说明书，西南证券整理

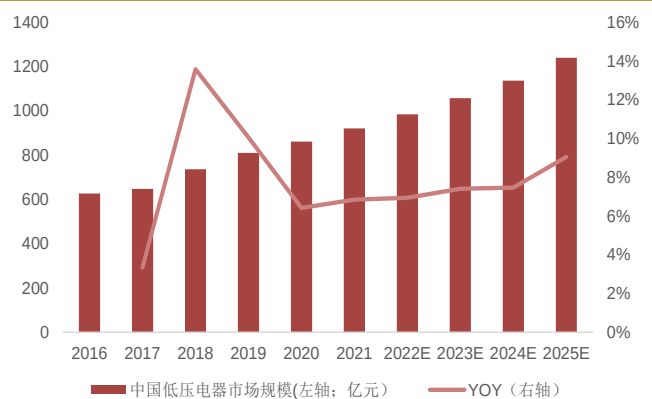
低压市场有望稳健增长。从低压电器设备的应用场景看，除去在工业生产中部分中压电器设备的电能消耗，全社会超过 80% 的电量最终需要通过低压电器设备进行分配和控制。全社会用电量一方面对应着低压电器设备的保有量和更新换代需求，其中每年更新替换需求约占总保有量的 8-10%；另一方面每年新增用电量需要有对应的新增低压电器设备来进行电能分配。因此，全社会用电量的增加是驱动低压电器设备市场规模增长的根本原因，而我们全社会用电量一直呈稳定增长态势，2011-2021 年我国用电量从 4.7 万亿千瓦时增至 8.3 万亿千瓦时，CAGR5.8%。根据《能源蓝皮书：中国能源发展前沿报告(2021)》预测，2025 年全社会用电量预计将达 9.5 万亿千瓦时，22 至 25 年 CAGR3.4%，低压电器设备市场预计也将随之稳步增长。根据《中国低压电器市场白皮书》预测，2025 年我国低压电器市场规模将达 1240 亿元，22-25 年 CAGR7.7%。

图 8：我国全社会用电量走势及预测



数据来源：发改委能源局，《能源蓝皮书：中国能源发展前沿报告(2021)》，西南证券整理

图 9：我国低压电器市场规模走势及预测



数据来源：《中国低压电器市场白皮书》，西南证券整理

低压电器设备竞争格局：国际龙头引领行业方向，国内厂商专注细分领域。低压电器设备企业按照技术水平和市场定位主要分为三类。第一类是国际知名品牌，如国外厂商施耐德、ABB、西门子等，他们引领了行业的发展方向；第二类是定位中高端子行业的国内厂商，如良信电器、常熟开关等；第三类是面向于批发零售市场的国内众多厂商。

图 10：低压电器设备的三类参与者

第一类 • 公司：施耐德、ABB、西门子等 • 特点：这类企业掌握了高端产品技术，占据高端市场，产品附加值较高，毛利率水平行业最高，该类企业引领了低压电气行业的发展方向，行业中的最新产品一般都是该类企业研发生产
第二类 • 公司：良信电器、常熟开关 • 特点：这类企业多专于一两个子行业细分领域，销售对象主要是企业客户
第三类 • 面向于批发零售市场的国内众多厂商 • 这类厂商产品覆盖面较广泛，所处领域市场规模最大，但同时竞争也最严峻，很大程度依赖经销商的规模

数据来源：招股说明书，西南证券整理

低压电器零配件竞争格局：竞争格局稳定。低压电器设备零配件行业要求企业具有较高的模具研发水平、产品综合制造能力，同时需要经过下游客户时间较长的严格供应商资格认证程序，从而形成了一定的进入壁垒。目前该领域的竞争格局比较稳定，公司的竞争对手主要包括 Interplex Holdings Ltd.、Metalis Group 及 钜祥企业股份有限公司。

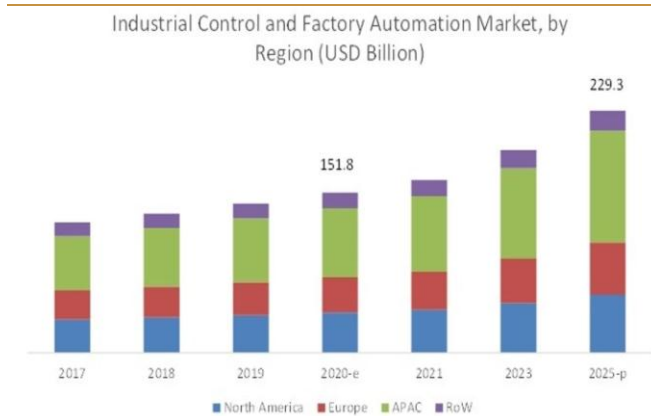
表 1：低压电器零配件领域主要参与者

公司名称	公司概况
津荣天宇	截止 2021 年末公司拥有员工 1024 人，公司总部位于天津，在国内外拥有 11 家子公司，主要设于天津、东莞、武汉、苏州、嘉兴、香港、泰国、印度等地。2021 年公司实现收入 13.4 亿元，实现归母净利润 0.7 亿元。
钜祥企业股份有限公司	该公司为台湾上市企业（股票代码 2476），在中国大陆拥有 12 家子公司，主要设于天津、苏州、上海、厦门、青岛、东莞和深圳等地区。2021 年公司实现营收约 14.5 亿元，实现归母净利润约 1.5 亿元。
Interplex Holdings Ltd. (安特工程)	该公司成立于 1970 年，总部位于新加坡，员工总数约 1.25 万人，现有 29 个生产基地，业务遍及全球 14 个国家或地区，专业从事冲压部件的生产并提供相关服务，产品涵盖汽车、数据通信与电信、医学与生命科学、航空航天等多个领域，在中国苏州、深圳、广州、惠州、上海和杭州均设有工厂或子公司。
Metalis Group (梅塔利斯集团)	Metalis 在欧洲、亚洲和北美的 9 个国家/地区拥有约 1000 人的团队，设有 6 个生产基地、3 个研发中心，主要为电气工程和汽车行业提供高精密钣金冲压金属零部件，是欧洲领先的精密钣金冲压公司。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

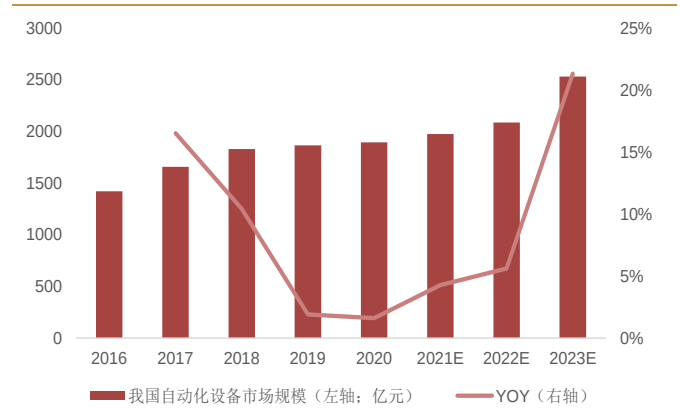
工业自动化设备市场前景明朗。随着机器人、人工智能的升温，工业自动化趋势明显，未来发展前景明朗。全球范围来看，据 MarketsandMarkets 预测，2025 年工业控制和工业自动化市场将从 2020 年的 1518 亿美元增长到 2293 亿美元，复合年增长率为 8.6%；国内来看，2020 年我国自动化设备市场规模为 1895 亿元，根据华经产业研究院数据，预计 2023 年规模将达到 2532 亿元，21-23 年复合增速 10.1%。

图 11：全球工业控制和工厂自动化市场规模情况及预测



数据来源：MarketsandMarkets，西南证券整理

图 12：我国自动化设备市场规模走势及预测

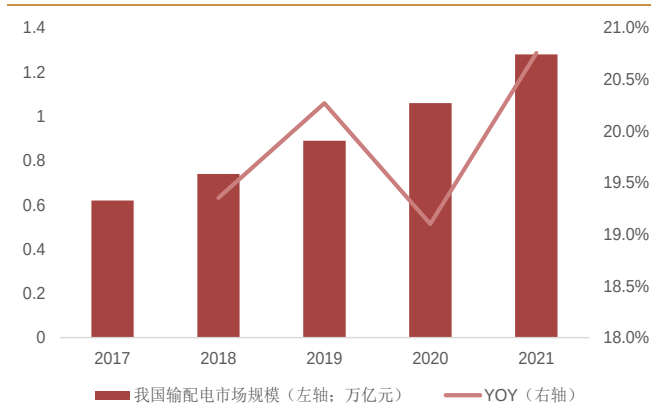


数据来源：工控网，华经产业研究院，西南证券整理

中压配电及能源设备市场有望快速发展。公司生产的中压配电及能源设备精密部品则主要应用于 3.6kV-40.5kV 电压等级市场。中压配电及能源设备广泛应用于智能电力电网、中压输配电工程、大型基建工程等领域，上述领域客户对产品质量及使用安全性要求较高，而价格敏感性相对较低，并且这些领域的前景均较好：

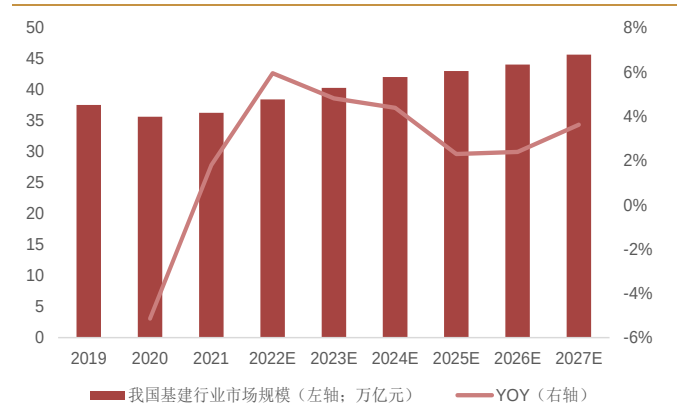
- **智能电网方面**，根据 MRFR 预测，21-23 年全球智能电网市场规模将保持 20% 的复合增速，预计 2023 年规模将达到约 520 亿美元；
- **中压输配电设备方面**，2017 年-2021 年我国输配电设备市场规模由 0.6 万亿元增至 1.3 万亿元，18-21 年 CAGR19.9%，未来在各类发电、用电和传输端高速增长带动下，预计中压输配电设备市场规模有望继续快速增长；
- **大型基建工程方面**，根据中研普华预测，2027 年我国基建行业市场规模将达到 45.7 亿元，22-27 年 CAGR3.9%。

图 13：我国配电市场规模走势



数据来源：观研天下数据中心，西南证券整理

图 14：我国基建行业市场规模走势及预测

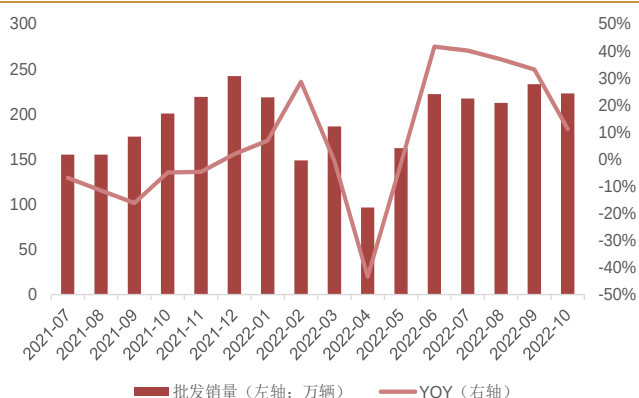


数据来源：中研普华研究院，西南证券整理

2.2 汽车行业：年底有望稳健增长，长期预计发展稳定

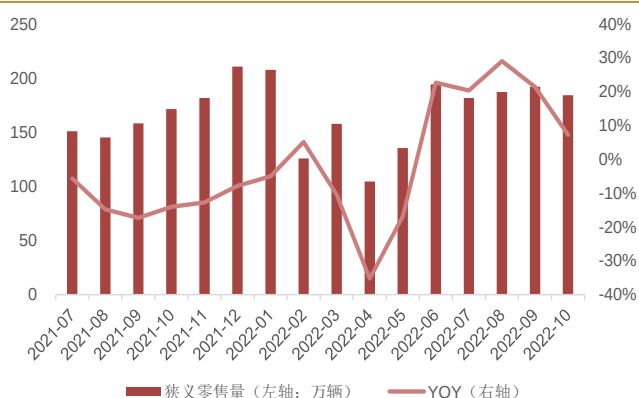
受疫情影响，短期消费疲软。22年5月以来，汽车产业链稳步恢复，6月底，生产基本恢复至疫情前水平，受益于中央和地方的汽车消费政策推动，7、8、9月行业继续高速增长，7/8/9月乘用车批销同比增速分别为40.2%/36.9%/33.2%，狭义乘用车零销分别同比增长20.4%/29.1%/21.5%；而10月以来，受广州、重庆等地疫情影响，汽车消费走弱，10月乘用车批销同比增速降至11.2%，狭义乘用车零销分别同比增速降至7.3%。

图 15：乘用车批发销量走势（万辆）



数据来源：中汽协，西南证券整理

图 16：狭义乘用车零售销量走势（万辆）



数据来源：乘联会，西南证券整理

表 2：国家层面的促汽车消费政策

发布时间	发布主体	部门/领导/会议/文件	政策内容
5月31日	财政部、税务总局	《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》	对购置日期在2022年6月1日至2022年12月31日期间内且单车价值不超过30万元的2.0升及以下排量乘用车，减半征收购置税。
5月31日	国务院	《扎实稳住经济的一揽子政策措施》	文件提出要稳定增加汽车消费，具体包括各地区不得新增汽车限购措施，已实施限购的地区逐步增加汽车增量指标数量、放宽购车人员资格限制，鼓励实施城区、郊区指标差异化政策等。
5月31日	工业和信息化部办公厅、农业农村部办公厅、商务部办公厅、国家能源局综合司	《关于开展2022新能源汽车下乡活动的通知》	鼓励参加下乡活动的新能源汽车行业相关企业积极参与“双品网购节”以及各平台自发组织的各类网络促销活动，支持企业与电商、互联网平台等合作举办直播或网络购车活动，通过网上促销等方式吸引更多消费者购买。鼓励各地出台更多新能源汽车下乡支持政策，改善新能源汽车使用环境，推动农村充电基础设施建设。鼓励参与下乡活动企业（名单见附件）研发更多质量可靠、先进适用车型，加大活动优惠力度，加强售后运维服务保障。
6月22日	国务院	国务院常务会议	会议强调，要进一步释放汽车消费潜力：一是活跃二手车市场，促进汽车更新消费。对小型非营运二手车，8月1日起全面取消迁入限制，10月1日起转移登记实行单独签注、核发临时号牌。二是支持新能源汽车消费。车购税应主要用于公路建设，考虑当前实际研究免征新能源汽车购置税政策延期问题。三是完善平行进口政策，支持停车场建设。

数据来源：政府官网，西南证券整理

22年底有望稳健增长。11、12月是燃油车购置税以及新能源车补贴政策执行的最后窗口期，在政策末端效应的推动下，我们预计行业销量也有望稳健增长，鉴于11月仍受到广州、重庆等地疫情影响，11月增速预计将较低，而12月在疫情影响减弱的背景下，叠加12月是汽车消费政策的最后窗口期，预计增速有望达到双位数。我们以乘用车批发销量为例进

行测算, 假设 11、12 月销量分别同比增长 5%、10%, 则测算出四季度乘用车批发销量同比增长 8.7%, 全年同比增速 12.6%。

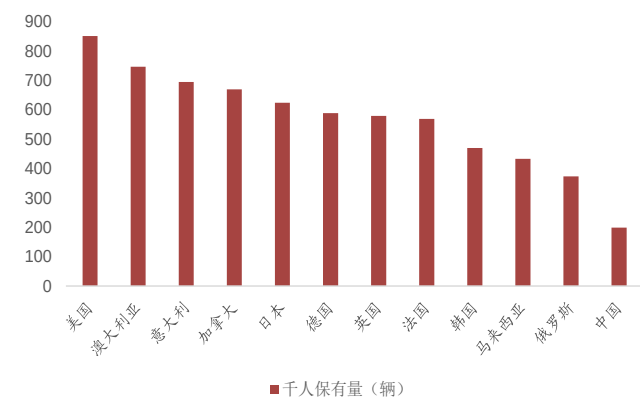
表 3: 下半年乘用车批销测算 (万辆)

	乘用车批发零销	同比
22M10	223.1	11.2%
E22M11	230.2	5%
E22M12	266.4	10%
22Q3	663.1	36.6%
E22Q4	719.6	8.7%
E22H2	1382.8	20.5%
E2022	2418.8	12.6%

数据来源: 中汽协, 西南证券

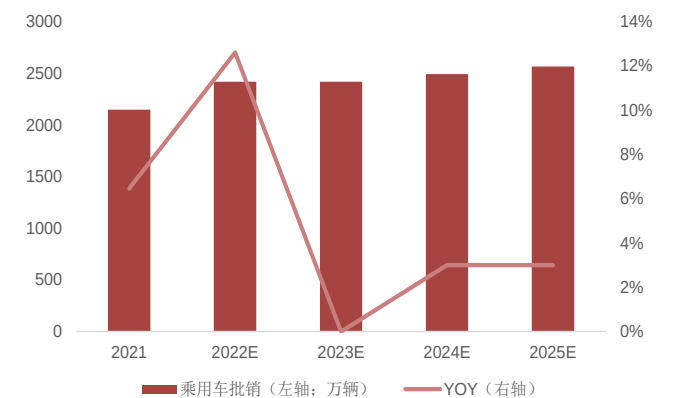
中长期来看, 我国汽车保有量还有很大的提升空间, 年销量也有望稳定增长。2021 年我国汽车千人保有量仅 214 辆, 较欧美发达国家平均 400 辆以上的千人保有量还有较大的提升空间。根据我们在《长安汽车 (000625.SZ): 自主量利齐升, 新能源车业务蓄势待发》以及在 2023 年年度策略《汽车行业 2023 年度投资策略: 电动智能仍可为, 寻找结构性机会》中的分析和论述, 23-25 年的销量增速有望分别 0%、3%、3%, 中长期复合增速有望保持在 2-3% 的水平。

图 17: 2020 年各国汽车千人保有量



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 18: 乘用车批发零售销量预测



数据来源: 中汽协, 西南证券

2.3 储能行业: 用户侧电化学储能市场空间广阔

公司储能业务方面布局的是电池储能, 即电化学储能。

按储存形式分, 储能主要分为机械储能、电化学储能、电磁储能、热储能等, 其中机械储能和电化学储能应用最广, 机械储能主要包括抽水储能、压缩空气储能, 电化学储能主要包括锂离子电池储能、钠离子电池储能等。国内来看, 我国目前应用比较多的是抽水储能和各类电化学储能, 2021 年我国累计储能装机量 43.4GW, 其中抽水储能占比 86.5%, 电化学储能占 11.8%; 2021 年我国新增储能装机 7397.9MW, 其中抽水储能占比 71.1%, 电化

学储能占比 24.9%，电化学储能中，锂离子电池储能占比 99.3%；全球来看，抽水储能和电化学储能同样占据重要的地位，2021 年全球累计储能装机量 209.4GW，其中抽水储能约占 86%，电化学储能占比近 12%。

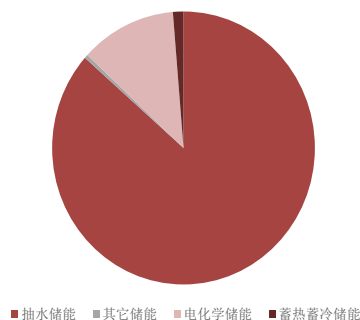
按应用领域来分，主要有用户侧、电网侧、电源侧三大应用领域。具体来看，用户侧主要包括工商业、家庭储能等；电网侧主要包括独立储能、变电站等；电源侧主要包括储能+常规机组、风光储等。

图 19：储能的主要分类（按储存形式分）

机械储能	电化学储能	电磁储能	热储能	化学储能
- 抽水储能 - 压缩空气储能 - 飞轮储能	- 锂离子电池储能 - 钠离子电池储能 - 铅酸电池储能 - 液流电池储能	- 超导储能 - 超级电容储能	- 储热储能 - 储冷储能	- 电解水制氢储能 - 合成天然气储能

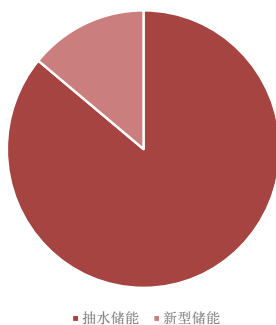
数据来源：储能世界，西南证券整理

图 21：截至 2021 年我国累计储能装机结构（按储能形式分）



数据来源：《2022 储能产业应用研究报告》，西南证券整理

图 23：截至 2021 年全球储能累计装机结构（按储能形式分）



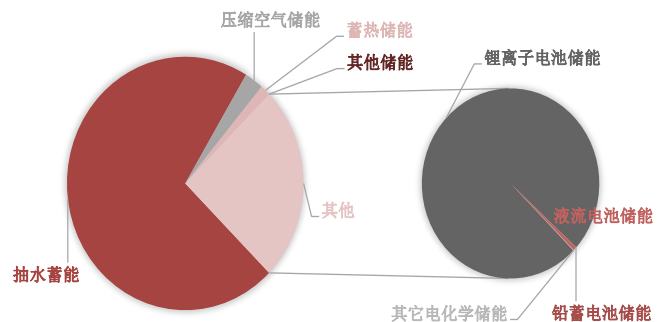
数据来源：CNESA，西南证券整理；注：新型储能主要包括钠离子电池、钠硫电池、铅蓄电池、液流电池、超级电容等

图 20：储能的主要分类（按应用领域分）

用户侧	电网侧	电源侧
- 工商业 - 家庭储能 - 产业园 - EV充电站 - 港口岸电 - 其他（海岛/校园/社区等）	- 独立储能 - 变电站 - 汇集站 - 其他（应急电源/多站融合/移动电源车等）	- 储能+常规机组 - 风光储 - 风储 - 光储

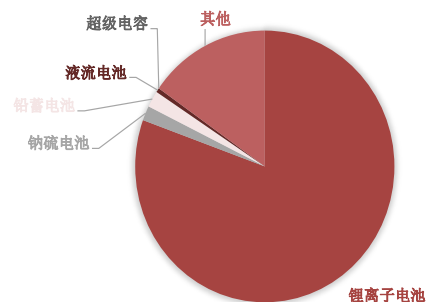
数据来源：CNESA，西南证券整理

图 22：2021 我国新增储能装机量结构（按储能形式分）



数据来源：《2022 储能产业应用研究报告》，西南证券整理

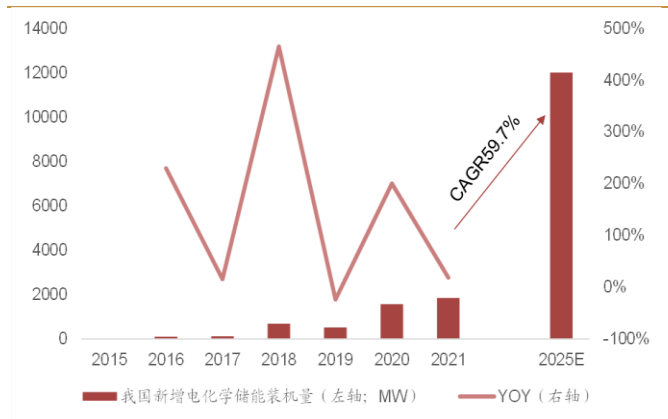
图 24：截至 21 年全球新型储能累计装机结构（按储能形式分）



用户侧电化学储能市场空间广阔

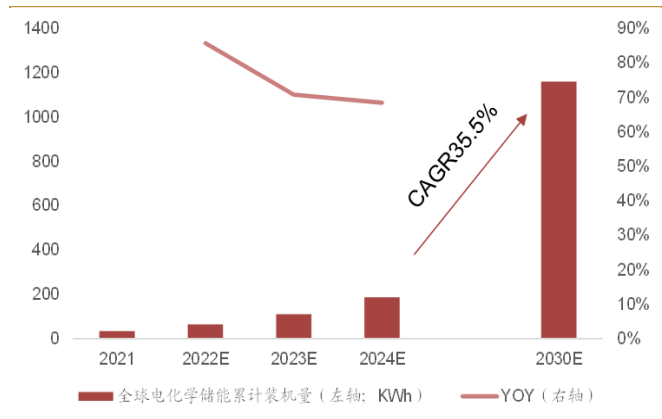
原因一：总量上来看，电化学储能市场规模在快速扩容。国内方面，根据中国化学与物理电源行业协会储能应用分会的《2022 储能产业应用研究报告》，2021 年中国新增电化学储能装机功率 1844.6MW，2025 年预计新增装机量 12GW，21-25 年 CAGR59.7%。全球来看，根据集邦咨询数据，2021 年全球电化学储能累计装机量约 35GWh，2030 年有望达到 1160GWh，21-24 年 CAGR74.8%，24-30 年 CAGR35.5%。

图 25：我国每年新增电化学储能装机量及预测



数据来源：CNESA，《2022 储能产业应用研究报告》，西南证券整理

图 26：全球电化学储能累计装机量预测

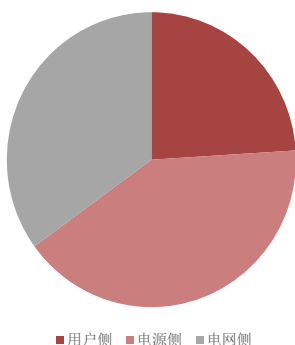


数据来源：TrendForce，西南证券整理

原因二：结构上来看，我国用户侧储能占比有望提升，装机高速增长。用户侧储能基本采用电化学储能，并且目前用户侧储能占比较低，我国来看，2021 年中国新增新型储能（95% 以上为电化学储能）中用户侧占比 24%，累计新型储能中户用侧占比仅 12%，相比全球用户侧占比约 30%（数据源自 GGII）的水平还有较大差距。未来随着工业用电峰谷价差的调整及配套政策的推动，预计用户侧储能应用（尤其是工商业用户侧）有望加快增长，我国新增电化学储能中用户侧储能的比例将持续提升，用户侧电化学储能市场的增速将大于整体电化学储能的增速。

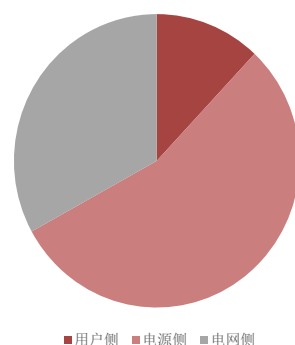
我们假设：1) 25 年我国新增电化学储能装机量为 12GW，期间匀速增长；2) 21 年我国新增电化学储能中用户侧储能占比为 24%，22-25 年占比分别 25%、26%、27%、28%。则测算出 2025 年的我国新增用户侧电化学储能为 3.4GW，21-25 年复合增速约 66%。

图 27：2021 我国新增新型储能装机量结构（按应用领域分）



数据来源：CNESA，西南证券整理

图 28：2021 我国累计新型储能装机量结构（按应用领域分）



数据来源：电规总院，西南证券整理

表 4：我国用户侧电化学储能市场空间测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
我国新增电化学储能装机量 (MW)	1844.6	2945.9	4704.8	7513.8	12000.0
用户侧占比	24%	25%	26%	27%	28%
用户侧规模 (MW)	442.7	736.5	1223.2	2028.7	3360.0
YOY	-	66.4%	66.1%	65.8%	65.6%

数据来源：CNESA,《2022 储能产业应用研究报告》，西南证券

3 公司分析：电气/汽车双轮驱动，看点诸多

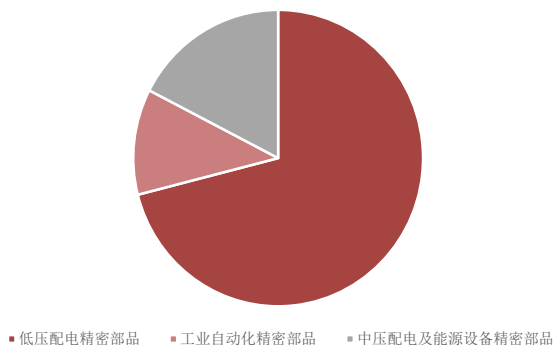
3.1 产品矩阵丰富，电气/汽车收入增长稳健

电气类业务分为三大类，**低压配电精密部品为主导产品**。公司电气类业务产品主要包括低压配电精密部品、工业自动化精密部品、中压配电及能源设备精密部品这三大精密部品，每种精密部品均包括 10 多种丰富的产品。收入结构来看，低压配电精密部品是电气类业务最主要的收入来源，根据公司招股说明书显示，2020 年低压配电精密部品收入占电气业务 71.0%，工业自动化精密部品和中压配电及能源设备精密部品分别占电气业务 11.5%/17.5%。

- **低压配电精密部品：**公司低压配电精密部品主要能够满足多种微型及空气断路器等低压终端产品需求，产品最终应用于轨道交通和基础设施、智能楼宇、大型工业企业电力设施等领域。
- **工业自动化精密部品：**公司工业自动化精密部品主要能够满足多种交流接触器、按钮指示器、双电源转化器、马达软启动器等工业自动化领域的电气产品需求，产品最终应用于机器控制及过程自动化、数据中心、智能工厂控制元件等领域。
- **中压配电及能源设备精密部品：**公司生产的中压配电及能源设备精密部品则主要应用于 3.6kV-40.5kV 电压等级市场，产品广泛应用于智能电力电网、中压输配电工程、大型基建工程等领域。

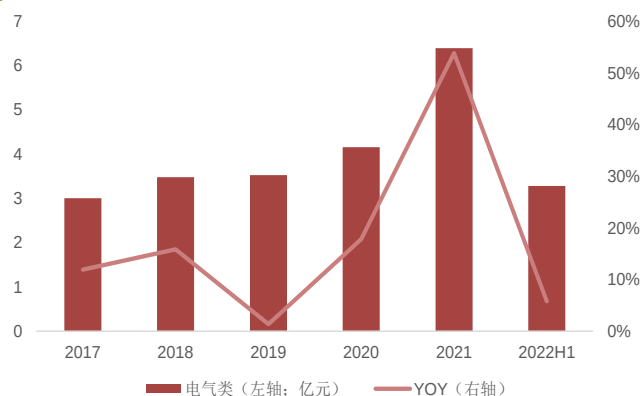
电气业务收入快速增长。2017-2021 年公司电气类收入从 3 亿元增至 6.4 亿元，CAGR20.8%，最新 22H1 电气类收入同比增长 5.8%至 3.3 亿元。

图 29：2020 年公司电气类业务收入结构



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 30：公司电气业务收入走势



数据来源：wind，西南证券整理

图 31：公司电气业务主要产品与应用领域



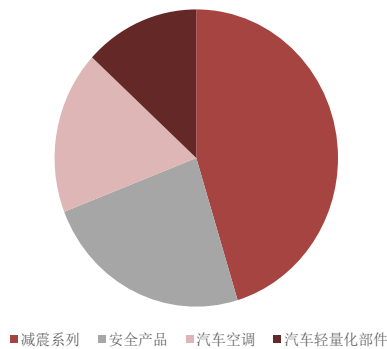
数据来源：招股说明书，西南证券整理

汽车类：公司汽车领域的主要精密部品众多，包括 4 大部分，几十种具体产品，主要应用于汽车减震器、安全系统以及空调座椅等模块。收入结构来看，减震产品的收入占比最高，2020 年占汽车类业务收入 45.3%。

- **减震部品：**减震部品方面，公司掌握了先进的减震支架制造工艺，包括冲压成形、Robot 焊接、铆接、强度检测等。
- **安全部品：**公司生产的安全带框架采用高强钢板无毛刺冲压、铆接、焊接工艺，气囊箱体采用拉伸成形工艺，质量及精度达到国内领先水平。
- **空调及座椅部品：**公司生产的空调部件主要用于空调热交换、支撑及减震；公司生产的座椅部品包括座椅骨架的大部分冲压件及分总成，用于座椅支撑及调节。
- **轻量化部品：**随着轻量化趋势的逐步加深，公司在深刻理解行业发展趋势的基础上，积极响应客户需求研发生产轻量化部品。公司轻量化部品主要通过冲压、铝挤出、深拉伸、铝压铸等工艺生产完成，产品包括空调压缩机热泵托架、铝边框和发动机减震支架等。

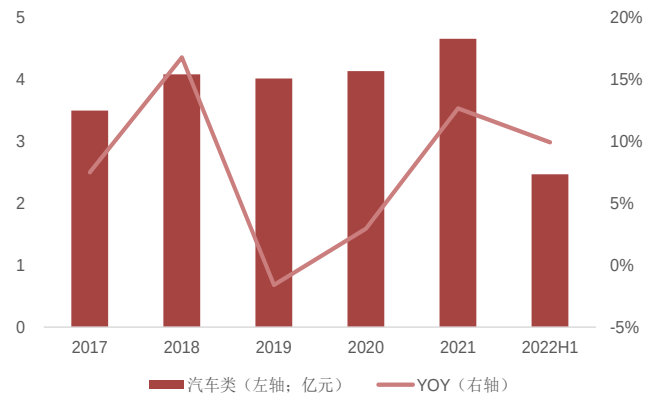
汽车类收入增长稳健。2017-2021 年汽车类业务收入从 3.5 亿元增至 4.7 亿元，CAGR7.4%，最新 22H1 汽车类业务收入同比增长 10.0%至 2.5 亿元。

图 32：2020 年公司汽车类业务收入结构



数据来源：招股说明书，西南证券整理；注：2020 年之后未披露具体份额

图 33：公司汽车类业务收入走势



数据来源：wind，西南证券整理

图 34：公司汽车领域主要产品



数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.2 深度绑定大客户，助力收入稳健增长

公司客户丰富，粘性强。在电气领域，公司拥有施耐德、ABB、西门子、海格电气等全球知名大客户；在汽车领域，公司也拥有东海橡塑、仓敷化工、摩天汽配、均胜-高田、采埃孚-天合、丰田合成等丰富的客户资源。同时，公司在电气领域也在积极拓展德力西、AEG、

溯高美、三菱、富士电机等新客户；在汽车领域积极开发巴斯夫、三花集团等新客户。并且，公司与客户有很强的粘性，公司已与核心客户结为战略合作伙伴关系，深度绑定施耐德与丰田。

表 5：公司各业务的主要客户

业务类型	细分领域	主要客户
电气	低压配电精密部品	施耐德、ABB、西门子、海格电气等
	工业自动化精密部品	施耐德、ABB、西门子、溯高美索克曼等
	中压配电及能源设备精密部品	施耐德
汽车	减震部品	东海橡塑、仓敷化工、摩天汽配等
	安全部品	均胜-高田、采埃孚-天合、丰田合成、延锋等
	空调及座椅部品	丰田纺织、樱泰、敏实等
	轻量化部品	东海橡塑、电装和津兆机电等

数据来源：招股说明书，西南证券整理

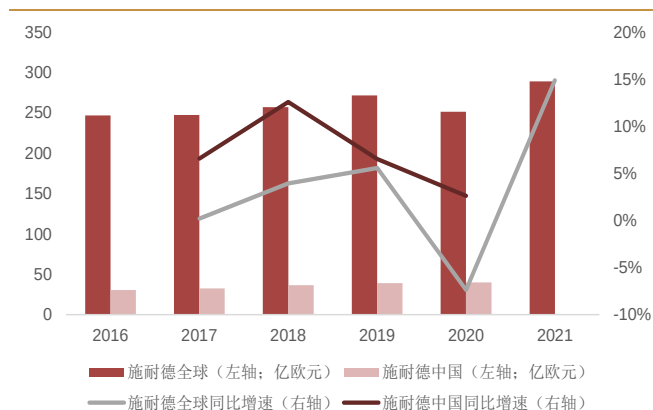
3.2.1 电气业务：深度绑定施耐德，份额有望进一步扩大

施耐德是全球电气领域龙头企业，公司通过深度绑定施耐德从而实现了电气类收入稳健快速的增长，未来公司在施耐德的份额有望继续扩大，从而进一步实现收入的快速增长。

合作历史悠久。公司与施耐德有悠久的历史合作历史，2005 年起公司与施耐德开始合作，2016 年进入施耐德全球核心供应商序列，2019 年获得施耐德“全球生产型最佳供应商”奖，该荣誉系施耐德首次授予中国供应商，2021 年荣获施耐德 2021 年度战略合作奖。

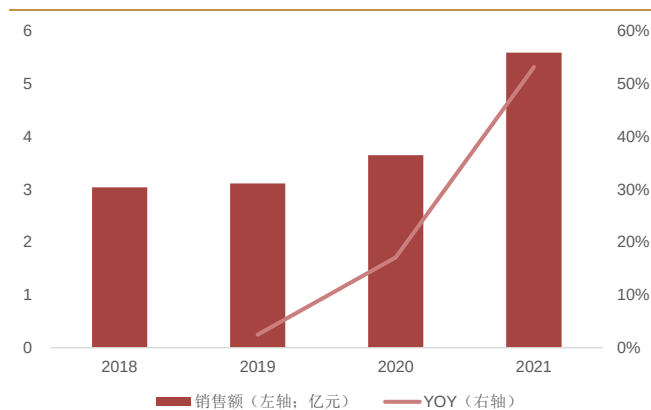
份额持续扩大。2018-2021 年，施耐德全球的收入从 257.2 亿元增至 289.1 亿元，年化复合增速 4%，同期公司对施耐德的销售额则从 3 亿元增至 5.6 亿元，CAGR22.5%，远高于施耐德的收入增速，显示公司在施耐德份额持续增长。具体份额来看，2020 年施耐德电气中国向公司采购的冲压类加钣金类的金额达 2.9 亿元，占其目录采购额的 14.9%，在客户同类产品采购中排第一名；施耐德电气全球向公司采购的冲压类加钣金类的金额达 3.7 亿元，占其目录采购额的 5.4%，在客户同类产品采购中排第二名。

图 35：施耐德全球和施耐德中国的收入走势



数据来源：招股说明书，施耐德财报，西南证券整理

图 36：公司对施耐德的销售额走势



数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理

表 6：2020 年度公司在施耐德全球采购体系中的份额情况

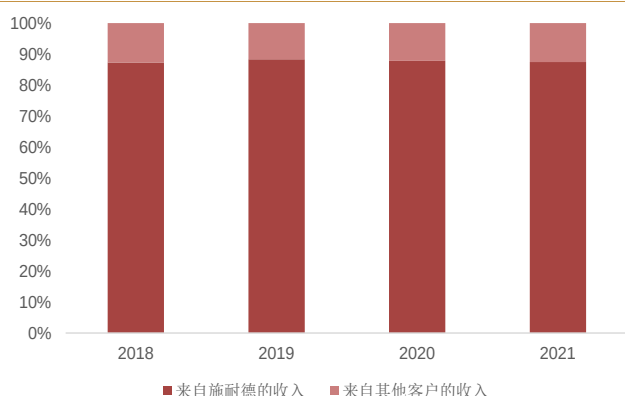
	施耐德电气中国		施耐德电气全球	
	冲压类采购	钣金类采购	冲压类采购	钣金类采购
2020 年目录采购额 (亿元)	10.8	8.64	36.63	30.78
2020 年向公司采购额 (亿元)	2.9		3.65	
向公司采购占比(冲压类+钣金类)	14.92%		5.41%	
在客户同类产品采购中排名	第一名		第二名	
竞争对手名称	Interplex (安特)、G-shank (钜祥)		Interplex (安特)、SmallParts	

数据来源：招股说明书，西南证券整理

施耐德是公司的第一大客户。2021 年公司与施耐德发生的销售金额为 5.6 亿元，占公司总销售收入 41.7%，占公司电气业务收入 87.4%，是公司最重要的收入来源。

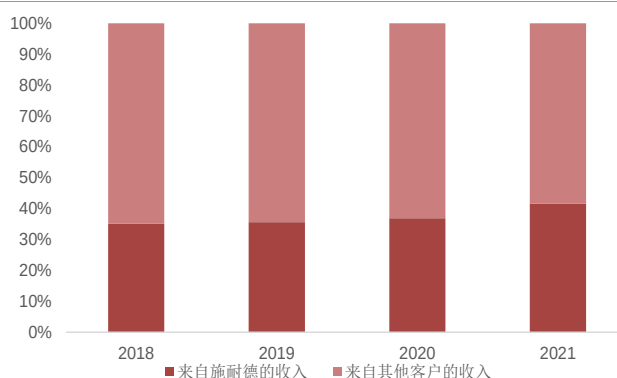
公司在施耐德的份额正在进一步扩大。我们认为，公司在施耐德的份额有望进一步扩大，主要原因在于根据施耐德向核心供应商展示的全球采购策略，施耐德未来几年拟将其 80% 的物料集中至 9 家施耐德全球战略供应商进行采购，其中从非战略供应商处转移 1.2 亿欧元(约 9.36 亿 RMB)，从 14 家施耐德内部工厂转移出金属冲压零部件业务金额 1.38 亿欧元(约 10.76 亿 RMB)，合计约 20 亿元的业务机会转移至津荣天宇等全球战略布局的核心供应商处，而公司作为在客户同类产品采购中排名前二的企业，有望拿到高于平均的份额，即超过 1/9 (约 11%)；另外一个重要原因在于公司在交付、品质、技术实力及可持续发展等方面的强大竞争力；其次，公司积极的全球布局也非常切合施耐德的战略需求。同时，我们也可以看到，公司在施耐德的份额也正在进一步扩大，目前公司已拿到了施耐德众多的新项目和新订单，其中一些已经实现量产并贡献收入。假设公司 3 年内能够拿到这 20 亿元业务机会中的 12%-20%，则增量收入将达 2.4-4 亿元，假设施耐德全球的冲压类和钣金类目录采购额 2021 年起每年增长 4%，24 年目录采购额将达到 78.9 亿元，则测算公司的份额将提升至 7.7%-9.7%。

图 37：公司电气业务收入 85%以上来自于施耐德



数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理

图 38：公司总收入 35%以上来自施耐德



数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理

表 7：2021 年以来公司在施耐德取得的新项目和新订单

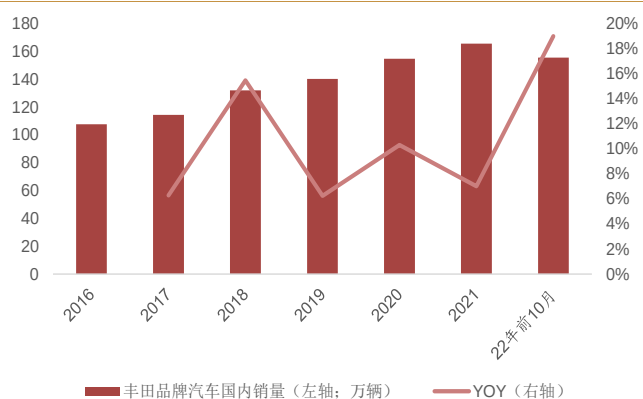
报告期	项目/订单	详情
2021	精密金属部品的新品类	公司紧跟施耐德 OCP 研发步伐, 获取其大部分精密金属部品的新品类, 其中施耐德 BOYA 项目即 800A 单断点塑壳断路器, 覆盖交流和直流产品, 主攻数据中心领域, 荣获施耐德 2021 年度战略合作奖。
2021	北美施耐德电气基建住宅方面的断路器 New Cafi 项目业务	公司取得北美施耐德电气基建住宅方面的断路器 New Cafi 项目业务, 该项目覆盖了北美基建住宅领域 15 安培-200 安培的全部市场, 公司将为该项目提供核心电气精密部品。
2021	施耐德全球首款自主研发的 TeSysF 系列接触器盘古项目业务	公司取得施耐德全球首款自主研发的 TeSysF 系列接触器盘古项目业务, 该项目可直接作为控制电机、风机、电加热等大电流设备的启停, 广泛应用于暖通空调, 起重、冶金、水泥、采矿行业。
2021	施耐德鸿鹄项目核心部品	公司取得施耐德鸿鹄项目核心部品订单, 通过样品、小批各项技术认证并投入市场, 新品用于客户的能源系统环保气体绝缘中压环网柜。
2021	风力发电、光伏发电及分布式能源管理等清洁能源领域	公司与施耐德合作风力发电、光伏发电及分布式能源管理等清洁能源领域, 比如从低压 MasterpactMTZ 框架断路器到 TeSysF 接触器再到中压开关柜, 可使风力涡轮机可在海拔高达 4000 米的区域安装, 工作温度范围可达-40 到+50℃。

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2.2 汽车业务：重点供应丰田，将受益于丰田的电动化转型

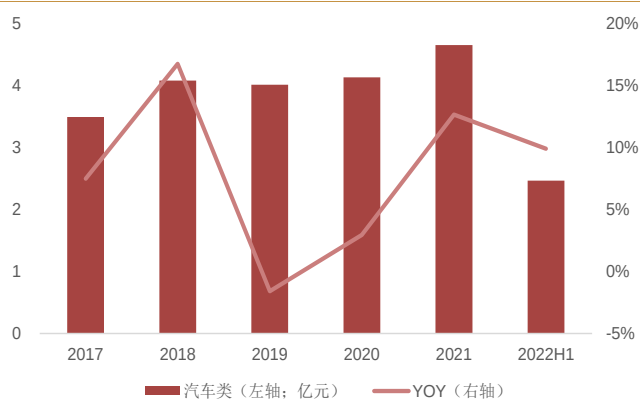
丰田国内销量增长稳健，电动化转型前景可期。丰田汽车在国内的销量一直处于领先的地位，并且增长稳健，2016-2021 年丰田汽车国内销量从 107.5 万辆增至 165.5 万辆，CAGR9.0%，远高于同期我国汽车复合增速（-1.2%），领先行业 10.2pp。根据 Marklines 的数据，22 前 10 月丰田汽车在中国的销量继续创下新高，同比增长 19.0%至 155.5 万辆，而同期我国汽车销量复合增速仅为 4.9%。得益于深度绑定丰田，公司汽车业务收入 2016-2021 的复合增速 8.9%，和丰田汽车销量增速基本一致，领先汽车行业约 10pp。此外，2021 年以来，丰田积极的推进电动化，广汽本田与一汽丰田在中国的新能源工厂陆续投产，合计设计年产能 60 万辆。根据丰田的规划，在 2030 年前丰田将投资 350 亿美元用于开发电动车，同时计划投入 350 亿美元持续开发混动、插电式混动及氢燃料电池车型，到 2030 年末，丰田预计其纯电动汽车的全球年销量将达到 350 万辆。

图 39：丰田汽车国内销量情况



数据来源：Marklines，西南证券整理

图 40：公司汽车业务收入走势



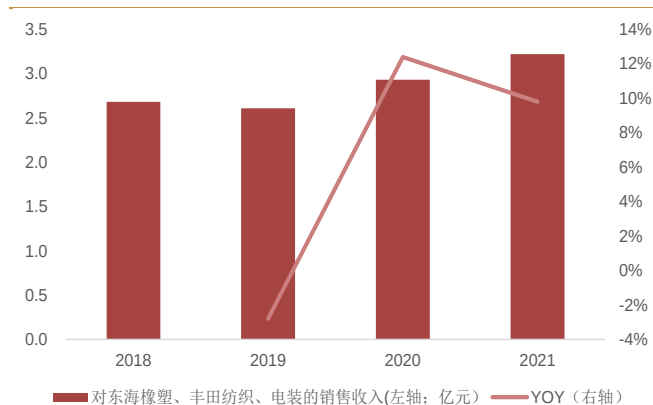
数据来源：公司公告，西南证券整理；注 2022H1 汽车销量增速为-6.5%，公司汽车业务增速同样领先行业超 10pp

表 8：2021 年以来丰田在国内投产的新能源工厂情况

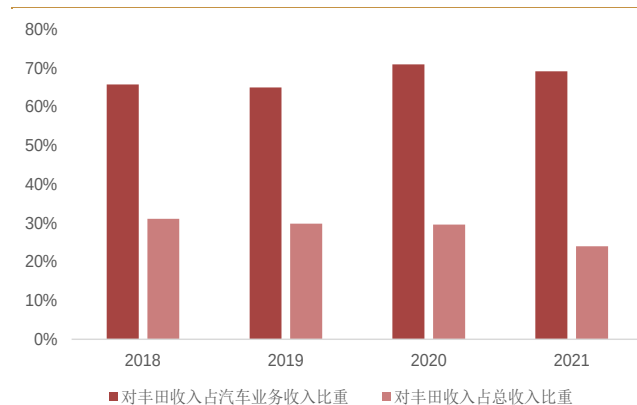
项目	主体	项目地址	投产时间	产能
新能源车产能扩建项目一期	广汽丰田	广州市南沙区	2021 年 7 月	约 20 万台/年
新能源车产能扩建项目二期	广汽丰田	广州市南沙区小虎岛	2022 年 7 月	约 20 万台/年
新能源汽车项目	一汽丰田	天津中新生态城	2022 年 11 月	约 20 万台/年

数据来源：广汽集团官方网站，中新天津生态城发布公众号，西南证券整理

丰田是公司最主要的汽车终端客户，对丰田销售额预计将持续增长。公司汽车类产品最终主要应用于丰田、本田、日产、大众、通用等知名汽车品牌，其中丰田是最主要的终端客户，公司供应给东海橡塑、电装、丰田纺织的减震、空调及座椅类等精密部品，最终主要应用于丰田品牌，占汽车业务收入的比重一直在 65% 以上，占总收入的比重也维持在 20% 以上。得益于丰田汽车在中国优异的表现，2019 年以来，公司与东海橡塑、电装、丰田纺织的销售额也持续较快增长，2021 年销售额达 3.2 亿元，同比增长 9.8%，两年复合增速 11.1%。

图 41：公司对东海橡塑、电装、丰田纺织的销售额


数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理

图 42：公司对丰田的收入占汽车业务和总收入的比重


数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理；注：对丰田的收入为对东海橡塑、电装、丰田纺织的销售额的合计值

不断加大新能源合作，将受益于新车型投放。在新能源汽车高速发展的背景下，公司也不断加大与丰田在新能源与轻量化领域的战略合作，取得了丰田 030D 和 031D 新能源车型共计 36 个新品种类的订单、丰田 27PL 以及丰田与比亚迪合作 290D 新能源车型共计 8 个新品种类订单，其中丰田 030D 和 031D 已分别在一汽丰田生态城工厂和广汽丰田小虎岛工厂投产上市，丰田 27PL 已于 2022 年 1 月在日本全球首发，丰田与比亚迪合作的 290D 车型则将于 2022 年 12 月在一汽丰田生态城工厂投产上市。这些新车型的不断投产放量，将有望为公司带来不错的增量收入。

表 9：2021 年以来获得的丰田订单情况

公告时间	配套车型	具体产品	进展
2021H1	丰田 27PL、丰田与比亚迪合作 290D	共计 8 个新品种类，以及覆盖电机减震支架、安全气囊、座椅骨架、空调热泵系统及轻量化铝压铸部品的众多原品种类	取得订单
2021 年报	丰田 030D、031D	共计 36 个新品种类项目，以及覆盖电机减震支架、安全气囊、座椅骨架、空调热泵系统及轻量化铝压铸部品的众多原品种类	取得订单
2022H1	丰田 032、030、031D、018D	-	实现量产

数据来源：公司公告，西南证券整理

此外，公司近两年新开发了上海巴斯夫、浙江三花、厦门信源等汽车客户；并且，在助力合资品牌新能源汽车配套的同时公司也致力于国产自主品牌新能源汽车的部品配套，部分产品已进入样品开发试制阶段，未来有望助力公司汽车业务持续增长。

3.3 布局储能，打造新增长点

拟投 15 亿建设 2GWh 储能项目。根据公司 2022 年 7 月 14 日披露的《天津津荣天宇精密机械股份有限公司关于拟签订项目投资协议书的公告》，公司拟投资不超过 15 亿元在南浔经济开发区投资建设年产 2GWh 储能及汽车零部件制造项目，项目计划分两期建设，其中一期投资规模约为 7.4 亿元，计划用于购置约 160 亩土地（一期使用约 80 亩），并配套建设约 6 万平方米厂房，主要用于原嘉兴津荣汽车精密部品产线的搬迁、设备更新、扩产投资以及年产 2GWh 储能智能制造产线投资等；二期投资规模约为 7.6 亿元，主要用于研发大楼及厂房建设、储能智能制造产线扩产投资等。

表 10：南浔智能制造基地项目具体规划情况

项目	建设内容	金额（万元）	建设进度	资金来源
南浔智能制造基地 项目一期	土地购置	4500	项目建设期 2.5 年， 预计 2025 年建成投产	计划部分使用公司 IPO 超募资金、银行 贷款、公司自有资金 等方式综合筹措
	厂房建设	14000		
	其他配套投入	2000		
	汽车精密产线搬迁、设备更新及产能扩充	6000		
	储能智能制造产线及相关设备投入	11500		
	流动资金投入	36000		
	合计	74,000		
南浔智能制造基地 项目二期	研发大楼	8000	项目建设周期 2.5 年， 预计 2028 年建成投产	计划通过银行贷款、 公司自有资金等方式 综合筹措
	厂房建设	15000		
	其他配套投入	2000		
	储能智能产线扩充及相关设备投入	15000		
	流动资金投入	36000		
	合计	76000		

数据来源：公司公告，西南证券整理

专注用户侧储能，以母公司和苏州津荣作为初期生产基地，浙江津荣生产基地项目正有序推进。公司专注于用户侧储能，为家庭和工商业储能客户提供集锂电池 PACK、电池管理系统 BMS、储能变流器 PCS、能量管理系统 EMS 及柜体制造为一体的储能产品系统解决方案。根据公司战略规划，初期公司以苏州津荣作为电池储能产品小批量生产及研发基地；后期，即 2022-2025 年，公司将在浙江津荣打造 2GWh 电池储能产品（除电芯外）全产业链产品制造的批量化生产基地；同时，公司计划在天津高新区建设储能系统业务配套产线。目前，天津高新区的储能项目正有序推进，根据公司 22 年 12 月 6 日发布的定增预案，公司将募集 1.59 亿元投入精密部品智能制造基地二期项目，将于 2 年后开始投产。

图 43：公司的电池储能产品产业链



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 11：小额定增项目情况

项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集 资金 (万元)	涉及业务	达产 所需时间	达产后 预计收入	达产后 预计净利润	投资回收期
精密部品 智能制造基地 二期项目	24000	15900	电气及汽车精密部 品制造业务；储能 系统业务	5 年（2 年建设期 +3 年产能爬坡 期）	50112 万元	4009 万元	6.5 年（静态， 含建设期）

数据来源：公司公告，西南证券整理

已具备加工技术和自主研发能力。目前，公司已具备柜体及零部件加工所必要的生产加工技术及自主研发能力，以及为储能产品的各类结构件提供高精度、高一致性的保证能力；同时，公司已向供应商采购储能系统 pack 及集成产线，即将进行安装调试。

储能业务与现有业务具备协同作用，有望成为公司业绩新增长点。一方面，在生产加工技术及自主研发能力方面，储能产品柜体、电池箱上/下盖板，电池箱左/右端板、pack 镀锌支架、各类接线端子等金属零部件加工及系统集成方面的要求与现有业务比较类似；另一方面，在销售领域方面，公司现有部分电气精密部品客户如溯高美具备储能产品的销售业务，未来，随着公司储能工厂的建成投产并具备相应的技术和规模，预计储能产品销售市场可与现有部分电气类客户产生协同效应；此外，公司也将积极自主拓展市场。根据派能科技（688063.SH）22 年半年报，单 GWh 储能收入约 15.2 亿元，按照 1GWh15 亿元产值估算，公司规划的 2GWh 的产能全部达产后有望贡献 30 亿元收入，随着公司储能工厂的建成投产并形成一定规模后，储能业务有望成为公司业绩的新增长点。

3.4 业务布局广阔，积极开拓全球市场

公司业务布局全球。国内方面，公司在华北、华中、华东、华南均设有基地；海外方面，公司十分重视全球业务的拓展，一方面通过天津工厂出口北美和欧洲，一方面通过设立印度和泰国子公司开拓东南亚和印度市场，客户遍布亚洲、欧洲、美洲。此外，公司也计划设立墨西哥公司开拓北美市场。

图 44：公司全球化战略



数据来源：招股说明书，西南证券整理

表 12：母公司与各子公司基本情况

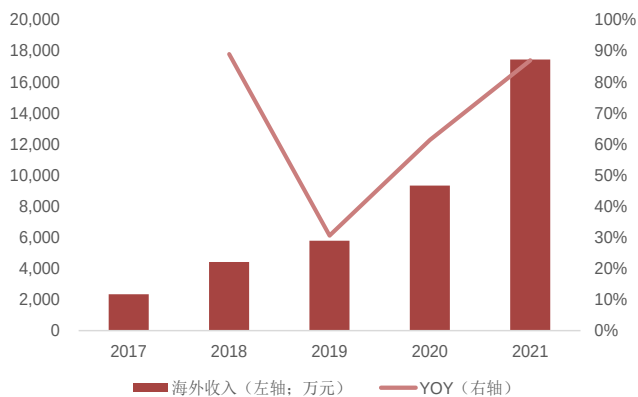
公司名称	主要业务	22H1 营业收入 (万元)	占 22H1 公司总收入比重
母 公 司			
津荣天宇	主要从事电气与汽车精密金属模具及相关部件的研发、生产和销售	52547.34	76.6%
一 级 子 公 司			
嘉兴津荣	主要从事电气与汽车精密金属模具及相关部件的生产和销售	9429.48	13.7%
东莞津荣	主要从事汽车精密金属模具及相关部件的生产和销售	8130.92	11.8%
武汉津荣	主要从事电气与汽车精密金属模具及相关部件的生产和销售	2661.84	3.9%
津荣天新	主要从事电气精密金属模具及相关部件的生产和销售	1372.02	2.0%
泰国津荣	主要从事电气及汽车精密部品生产及销售业务，主要负责东南亚区域市场	2294.25	3.3%
津荣天晟	主要从事金属表面处理、普通货运	1488.81	2.2%
香港津荣	主要从事投资、贸易	2308.21	3.4%
苏州津荣	主要从事电气与汽车精密金属模具及相关部品、储能业务的研发	-	-
浙江津荣	负责储能系统产品业务	-	-
二 级 子 公 司			
印度津荣	主要从事电气及汽车精密部品生产及销售业务，主要负责印度区域市场	-	-
香港津荣国际	无实质业务	-	-

数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理

汽车精密部品获得大量海外订单。公司凭借在交付、品质、技术实力及可持续发展等方面的竞争力，不断增加在东海橡塑集团、均胜-高田集团的海外产品订单，同时公司已得到电装准许内制供应商资格认证。截至 2020 年末，公司新承接的海外汽车精密部品订单，包括墨西哥东海橡塑、泰国东海橡塑等约 39 套模具，预计每年订单量 600 万件以上。

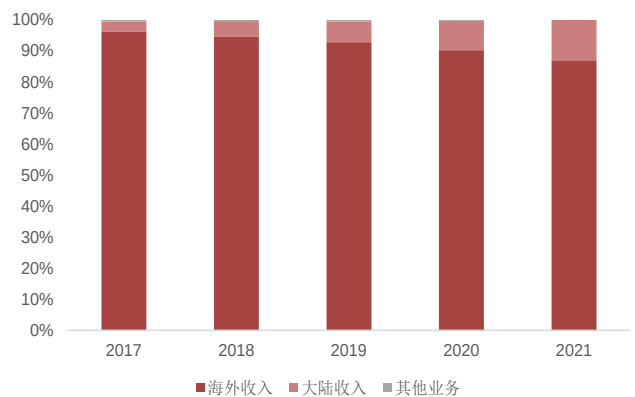
海外收入快速增长，泰国子公司扭亏为盈，印度子公司收入快速增长。2017 年-2021 年公司海外业务收入由 2342.4 万元增长至 1.7 亿元，CAGR65.2%，占总营收的比重由 3.2% 增至 13%。其中，泰国津荣和印度津荣的收入增长亮眼，2021 年泰国津荣收入同比增长 89.2% 至 4347.9 万元，印度津荣收入同比增长 254.9% 至 4433.6 万元，并且泰国津荣扭亏为盈，实现净利润 438.6 万元。

图 45：海外业务收入走势



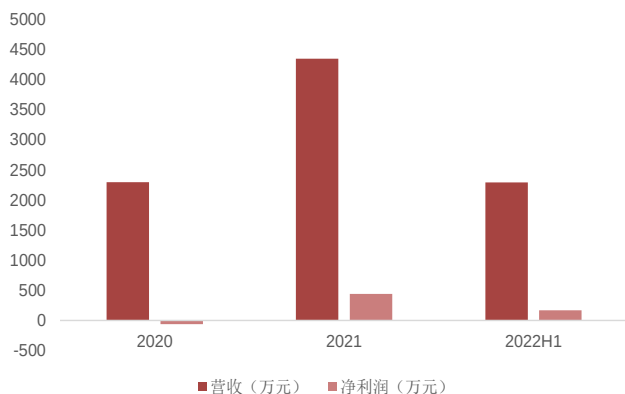
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 46：海外业务收入占比持续提升



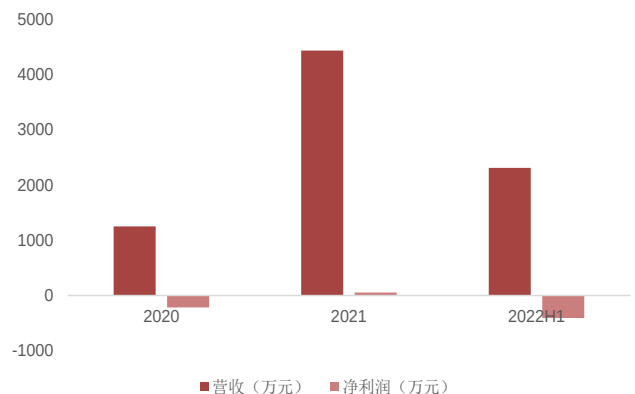
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 47：泰国津荣收入利润情况



数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理

图 48：印度津荣收入利润情况



数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理

3.5 原料价格回落和规模效应助力毛利率改善

公司主要原材料为钢材和铜材。钢材和铜材是公司最主要的原材料，根据招股说明书，2018-2020 年公司采购的钢材和铜材合计金额占总营业成本 50% 以上，其中钢材占比较多，2020 年钢材占比 30.8%，铜材占比 25.2%。因此，钢材和铜材的价格变动对公司毛利率有着直接的影响，根据招股说明书中的测算，2018-2020 年钢材和铜材价格变动对毛利率的影响的绝对值在 0.5pp-2.1pp 之间。

表 13：公司主要原材料采购金额及占总营业成本比重情况

	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比
钢材	24,224.77	30.8%	23,129.91	32.8%	24,362.09	34.5%
铜材	19,842.45	25.2%	15,632.55	22.1%	14,138.18	20.0%
合计	44,067.22	56.0%	38,762.46	54.9%	38,500.27	54.5%

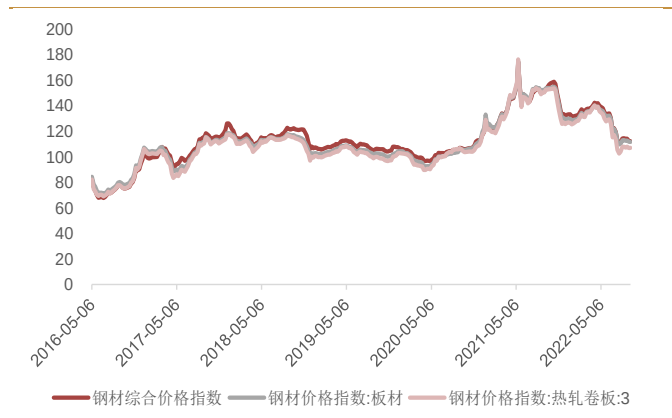
数据来源：招股说明书，西南证券整理

表 14：公司主要原材料价格变动敏感性分析

产品	报告期	钢材平均采购单价报告期内较上期变动（元/吨）及幅度	铜材平均采购单价报告期内较上期变动（元/吨）及幅度	原材料价格变动对主营成本影响（万元）及对毛利率的影响
电器精密部品	2020 年	229.13; 4.05%	679.68; 1.43%	207.53; -0.50pp
	2019 年	-498.04; -8.09%	-1,953.36; -3.94%	-492.09; 1.40pp
	2018 年	213.21; -	3,708.62; -	648.82; -1.86pp
汽车精密部品	2020 年	229.13; 4.05%	-	397.12; -0.96pp
	2019 年	-498.04; -8.09%	-	-835.81; 2.08pp
	2018 年	213.21; -	-	360.19; -0.88pp

数据来源：招股说明书，西南证券整理；注：此表假设公司报告期产品销售价格不随材料市场价格变动而调整

原材料价格已回落，毛利率有望改善。2021 年平均钢材综合价格指数较 2020 年上涨 35.8%，平均铜价较 2020 年上涨 40.3%，在主要原材料大涨的背景下，公司的盈利能力也受到了较大的影响，2021 年公司毛利率同比下降 3.5pp 至 17.1%。2022H1 原材料价格相对已经稳定下来，22H1 平均钢材指数微幅下滑，较 2021 年同期的平均指数下降 2.6%，较 2021 年全年平均指数下降 5.1%；铜价继续上涨，22H1 平均铜价较 21 年同期上涨 7.6%，较 21 年全年平均价上涨 4.7%。在这样的背景下，公司的 22H1 的毛利率已同比提升 0.26pp。而截至 22 年 9 月 9 日，钢材综合指数已较上半年平均值下滑 17.3%，铜价已较上半年平均价下滑 11.9%，若原材料价格能够稳定下来，对比前文提及的原材料价格变动敏感性分析，则保守估计下半年公司毛利率将有环比 2pp 左右的提升空间；若原材料价格继续震荡走低，则下半年公司毛利率提升更明显。

图 49：钢材价格指数情况


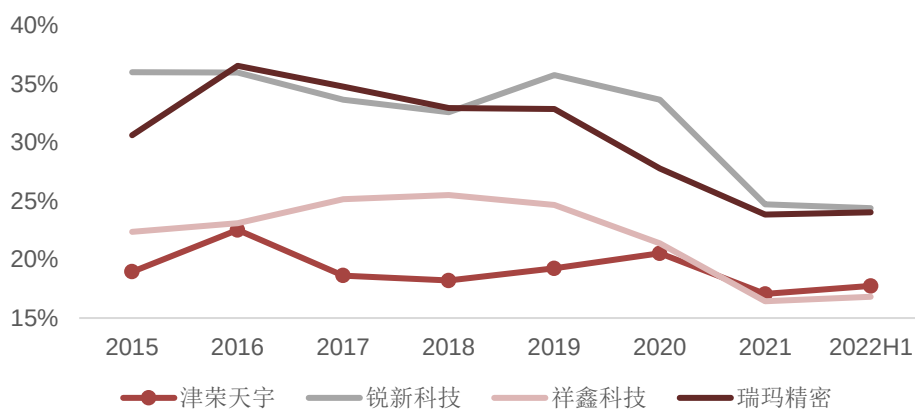
数据来源：wind，西南证券整理

图 50：铜材价格情况（元/吨）


数据来源：wind，西南证券整理

规模效应是未来毛利率持续提升的重要推动力。2020 年在主要原材料上涨的背景下公司毛利率显著提升，同比提升 1.3pp 至 20.5%，其中一个比较主要的原因在于公司收入不断提升后规模经济效应越发明显。与可比公司相比，公司的毛利率更为稳定，在 2021 年原材料价格大涨的背景下，公司的毛利率仅下降 3.5pp，明显低于可比公司降幅（锐新科技 8.9pp，祥鑫科技 5.0pp，瑞玛精密 3.9pp）。并且，在 22H1 原材料价格并未明显回落的情况下，公司毛利率已明显改善，22H1 同比+0.26pp，也好于可比公司（锐新科技-0.47pp，祥鑫科技-1.31pp，瑞玛精密+0.25pp）。根据后文盈利预测与估值部分的测算，预计 2022 年公司营收将迈入 15 亿元大关，并且随着储能业务的投产放量，23 年及以后营收增长的空间依然很大，而储能业务也与传统业务具有协同作用，有望使公司进一步降本增效，实现更好的规模经济效应，提升公司盈利能力。

图 51：公司与可比公司毛利率情况



数据来源：wind，西南证券整理

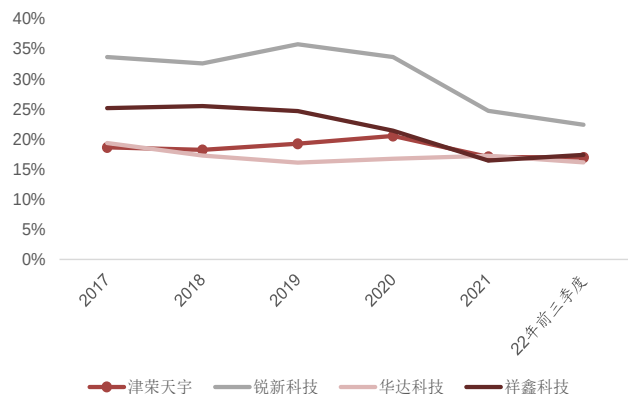
4 财务分析

4.1 盈利能力稳定，期间费用率有所降低

盈利能力稳定，处于行业正常水平。公司毛利率与净利率水平较为稳定，波动不大，最新 22 年前三季度公司毛利率/净利率分别为 17.0%/6.0%，分别同比变化-0.7pp/0.5pp。横向来看，公司盈利能力处于行业正常水平，和华达科技、祥鑫科技基本相当。

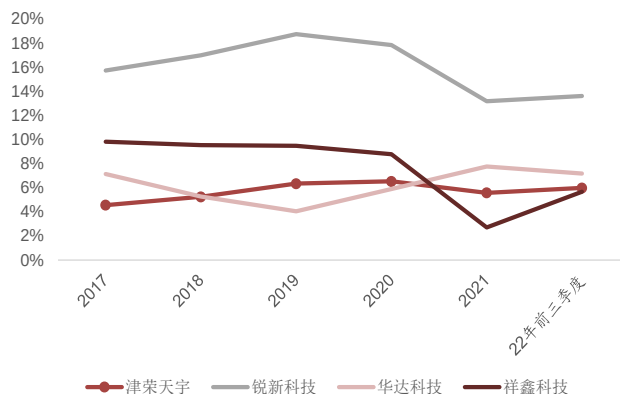
期间费用率有所降低，研发费用率有所增加。2017-2021 年公司期间费用率从 8.9% 降至 6.3%，其中销售费用率从 2.3% 降至 0.4%，管理费用率从 6.3% 降至 5.5%。最新 22 年前三季度公司期间费用率为 5.5%，同比下降 0.9pp。2017-2021 年公司研发费用率由 3.3% 增至 4.5%，主要是由于公司加大了对新业务、新产品的投入。横向来看，公司期间费用率处于行业正常水平，研发费用率处于行业中上游水平，最新 22Q3 公司研发费用率为 4.1%，略高于可比公司。

图 52：公司与可比公司毛利率



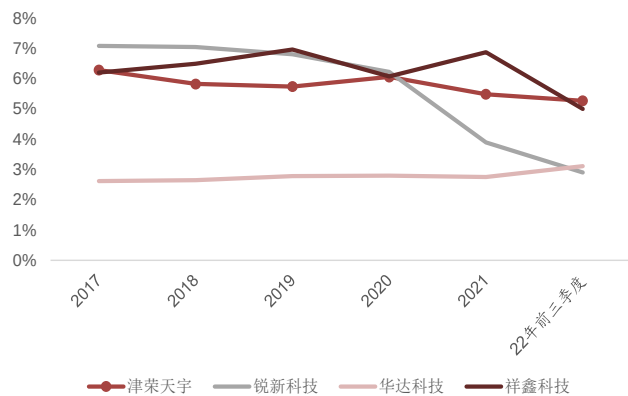
数据来源：WIND，西南证券整理

图 53：公司与可比公司净利率



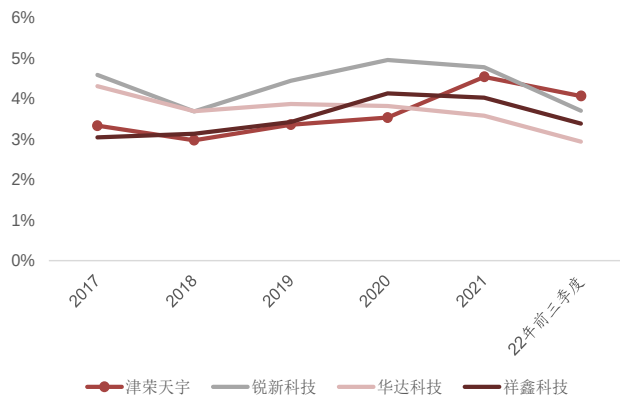
数据来源：WIND，西南证券整理

图 54：公司与可比公司管理费用率



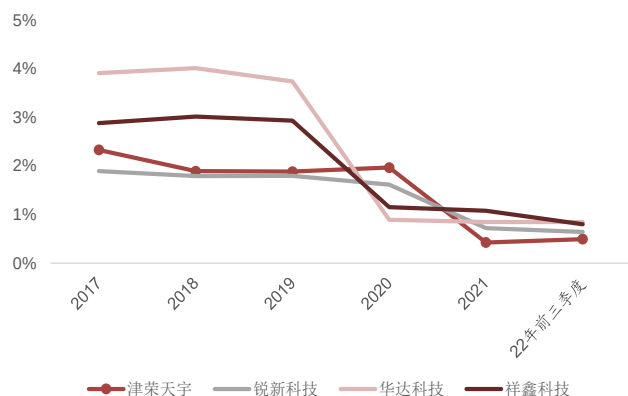
数据来源：WIND，西南证券整理

图 55：公司与可比公司研发费用率



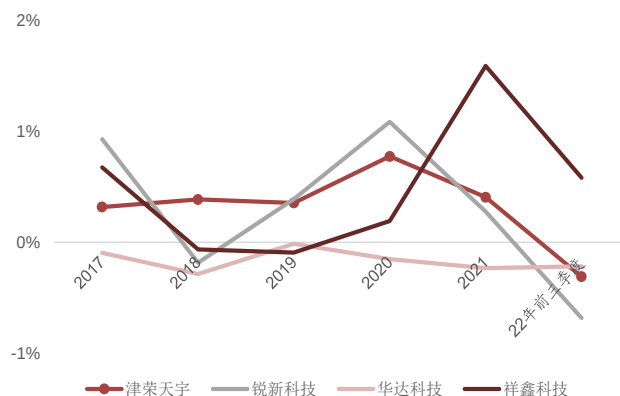
数据来源：WIND，西南证券整理

图 56：公司与可比公司销售费用率



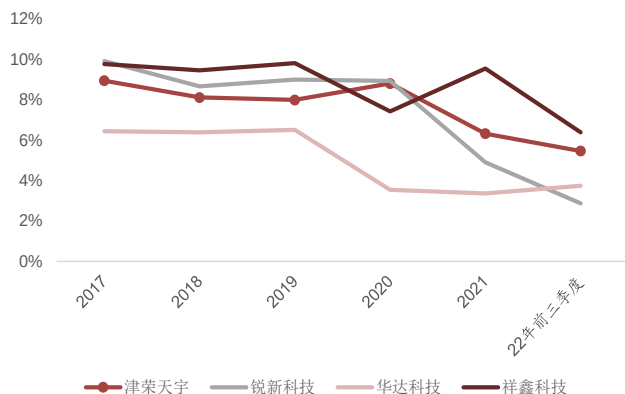
数据来源：WIND，西南证券整理

图 57：公司与可比公司财务费用率



数据来源：WIND，西南证券整理

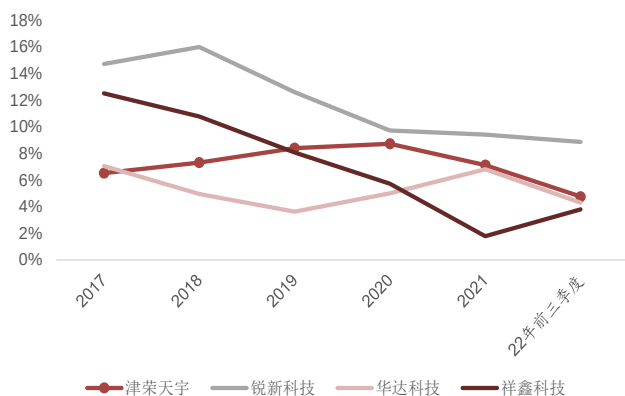
图 58：公司与可比公司期间费用率



数据来源：WIND，西南证券整理

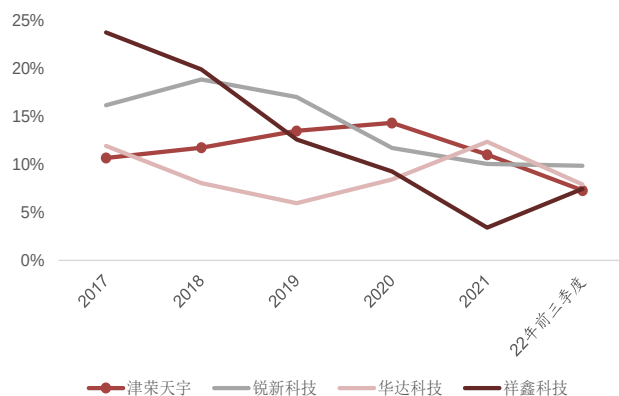
ROA/ROE 有所下降，处于行业正常水平。2021 年以来，公司 ROA/ROE 有所下降，主要是受总资产周转率下降和资产负债率下降影响，最新 22 年前三季度公司 ROA/ROE 分别为 4.8%/7.3%，分别同比下降 0.7pp/1.0pp。横向来看，公司 ROA/ROE 变化趋势和行业基本一致，公司 ROA/ROE 位于行业正常水平。

图 59：公司与可比公司 ROA 走势



数据来源：WIND，西南证券整理

图 60：公司与可比公司 ROE（平均）走势

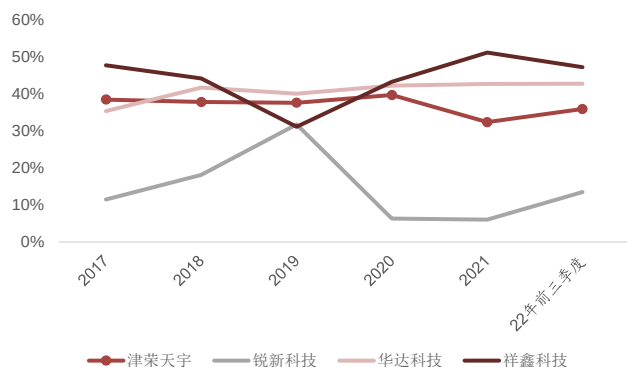


数据来源：WIND，西南证券整理

4.2 偿债能力较强，营业能力较好

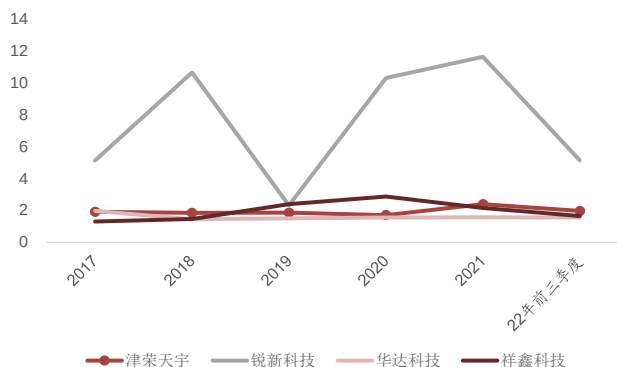
公司短/长期偿债能力较强。公司资产负债率长期保持在 40% 以下，2021 年进一步降低至 32.3%，同比下降 7.3pp，最新 22Q3 公司资产负债率为 35.9%，显示公司长期偿债能力较好；公司流动比率持续维持在 2 左右，最新 22Q3 公司流动比率为 2.0，短期偿债能力也较好。横向来看，公司资产负债率与流动比率均处于行业正常水平。

图 61：公司与可比公司资产负债率走势



数据来源：WIND，西南证券整理

图 62：公司与可比公司流动比率走势

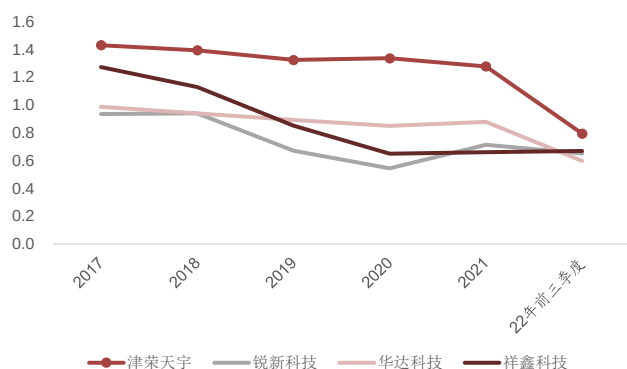


数据来源：WIND，西南证券整理

营业能力相对较好。2017 年以来，公司总资产周转率和存货周转率均有所下滑，最新 22 年前三季度公司总资产周转率/存货周转率分别为 0.8 次/2.7 次，分别同比下降 0.2 次/0.5 次。横向来看，公司总资产周转率/存货周转率均处于行业上游水平。

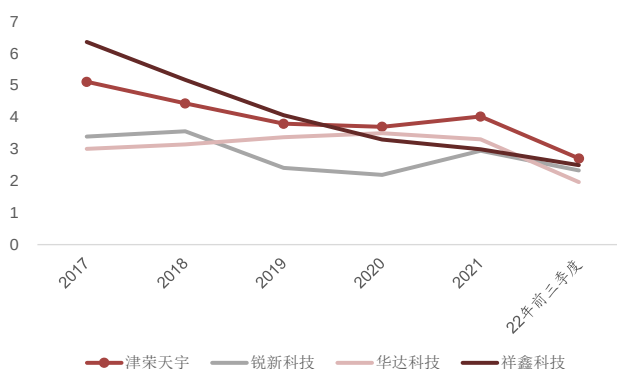
货币资金充裕，经营性现金流较好。公司货币资金较为充裕，最新 22Q3 公司货币资金为 1.8 亿元，同比持平；公司经营性现金流也较为健康，自 2017 年以来，公司年度经营性现金流持续为正，最新 22 年前三季度为 5542.7 万元，同比增加 9061.8 万元。

图 63：公司与可比公司总资产周转率走势（次）



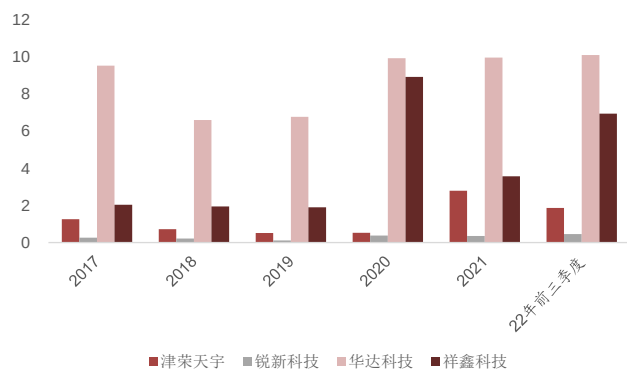
数据来源：WIND，西南证券整理

图 64：公司与可比公司存货周转率走势（次）



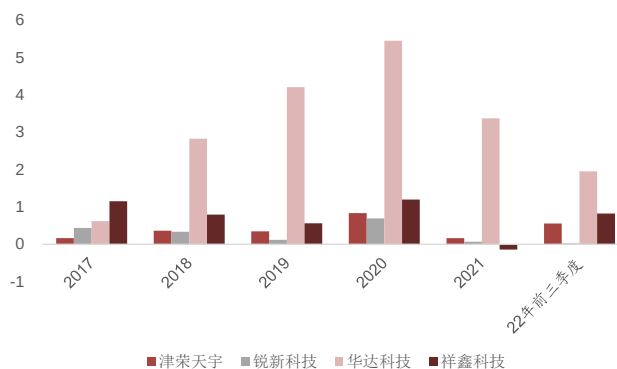
数据来源：WIND，西南证券整理

图 65：公司与可比公司货币现金情况（亿元）



数据来源：WIND，西南证券整理

图 66：公司与可比公司经营性现金流净额情况（亿元）



数据来源：WIND，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：未来施耐德电气规划将其 80% 的业务整合核心供应商处，津荣天宇作为其全球金属部品的核心供应商将会受益其中，根据前文测算，22-24 年这部分增量收入约 2.4-4 亿元，假设这部分增量收入为 3 亿元，22-24 年每年分别贡献 0.5、1、1.5 亿元，此外保守假设其他业务无增量收入，则 22-24 年公司电气类业务收入分别为 6.9、7.9、9.4 亿元，22-24 年增速分别 7.8%、14.5%、19.0%。

假设 2：公司深度绑定丰田汽车，而丰田汽车拥有领跑行业的实力，销量复合增速领先行业超 10pp，得益于深度绑定丰田汽车，公司汽车业务收入复合增速也领先行业超 10pp，假设 22-24 年公司汽车类业务销量每年增速高于行业 10 个百分点，即 22-24 销量同比增速分别 22.6%/10%/13%，销售价格每年下降 1%。

假设 3：储能业务 23 年开始出货并实现收入，23-24 年分别出货 0.5GWh、1GWh，单价 15 亿元每 GWh；随着储能业务产能利用率提升储能毛利率明显改善，23-24 年毛利率分别 15%、20%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 15：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
电气类	收入	639.26	689.26	789.26	939.26
	增速	53.84%	7.82%	14.51%	19.01%
	毛利率	21.06%	22.00%	23.00%	24.00%
汽车类	收入	465.37	564.84	615.11	688.13
	增速	12.65%	21.37%	8.90%	11.87%
	毛利率	18.60%	20.00%	22.00%	24.00%
边角料	收入	199.43	230.35	248.31	267.68
	增速	69.42%	15.50%	7.80%	7.80%
	毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
精密模具	收入	32.04	34.54	37.61	40.96
	增速	-20.35%	7.80%	8.90%	8.90%
	毛利率	20.08%	32.00%	32.50%	33.00%
储能	收入	-	-	750.00	1500.00
	增速	-	-	-	100.0%
	毛利率	-	-	15.00%	20.00%
其他业务	收入	5.07	5.07	5.07	5.07
	增速	71.0%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	24.70%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	收入	1,341.18	1,524.06	2,445.37	3,441.10

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
	增速	35.54%	13.64%	60.45%	40.72%
	毛利率	17.07%	18.17%	18.11%	20.50%

数据来源：Wind，西南证券

根据上述假设，我们测算出公司 2022-2024 年营业收入分别为 15.2 亿元、24.5 亿元和 34.4 亿元，同比增速分别为 13.6%/60.5%/40.7%，归母净利润分别为 0.9 亿元、1.5 亿元、2.8 亿元，同比增速分别为 27.1%/60.1%/88.4%。

5.2 相对估值

我们选取祥鑫科技、瑞玛精密、派能科技、华宝新能作为可比公司，2023 年四家公司平均 PE 为 23 倍。考虑到公司传统业务深度绑定大客户从而收入增长稳健，同时公司积极布局储能业务打造未来新增长点，我们给予公司 2023 年 25 倍 PE，对应目标价 28.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 16：可比公司估值（2022 年 12 月 12 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
002965.SZ	祥鑫科技	51.38	0.36	1.34	2.83	4.00	142.95	38.22	18.13	12.84
002976.SZ	瑞玛精密	25.20	0.38	0.74	1.12	1.50	66.28	33.91	22.47	16.84
688063.SH	派能科技	340.00	2.04	6.83	15.29	21.17	166.51	49.78	22.24	16.06
301327.SZ	华宝新能	216.80	2.91	3.99	7.59	10.89	74.52	54.32	28.55	19.92
平均值							112.56	44.06	22.85	16.42
300988.SZ	津荣天宇	21.44	0.55	0.70	1.12	2.11	38.94	30.65	19.15	10.16

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

- 1) 原材料价格大幅波动。公司产品的主要原材料为钢材和铜材，若钢、铜价格大幅波动，将对公司的盈利能力产生影响。
- 2) 大客户发展不及预期。公司对施耐德/丰田收入分别占公司总收入 35%以上/20%以上，若则两个大客户自身的发展不及预期，则将较大程度影响公司的收入和利润。
- 3) 储能业务发展进度不及预期。储能业务是公司的未来最大的增长点，若储能业务发展进度不及预期，公司的成长性将大打折扣，收入和利润都将难以预期。
- 4) 汇率波动风险。2021 年公司海外业务占比约 13%，若汇率大幅波动，或对公司盈利能力造成一定影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1341.18	1524.06	2445.37	3441.10	净利润	74.69	94.91	151.91	286.26
营业成本	1112.27	1247.13	2002.52	2735.74	折旧与摊销	28.54	41.86	52.70	60.30
营业税金及附加	4.08	5.33	7.34	10.32	财务费用	5.45	-0.76	3.16	6.93
销售费用	5.72	7.62	11.00	13.76	资产减值损失	-4.58	0.00	0.00	0.00
管理费用	73.60	152.41	242.09	337.23	经营营运资本变动	-96.67	-47.54	-238.41	-253.66
财务费用	5.45	-0.76	3.16	6.93	其他	8.84	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-4.58	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	16.27	88.47	-30.63	99.84
投资收益	5.51	0.00	0.00	0.00	资本支出	-99.82	-100.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-28.49	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-128.31	-100.00	-80.00	-80.00
营业利润	79.66	112.33	179.26	337.11	短期借款	13.95	-1.20	95.79	86.67
其他非经营损益	2.55	1.34	1.59	1.67	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	82.21	113.67	180.85	338.77	股权融资	377.33	0.00	0.00	0.00
所得税	7.52	18.75	28.94	52.51	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	74.69	94.91	151.91	286.26	其他	-49.80	-3.88	-3.16	-6.93
少数股东损益	1.48	1.88	3.00	5.66	筹资活动现金流净额	341.48	-5.08	92.63	79.73
归属母公司股东净利润	73.21	93.03	148.91	280.60	现金流量净额	225.97	-16.61	-18.00	99.57
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	279.15	262.54	244.54	344.11	成长能力				
应收和预付款项	282.94	321.39	515.68	724.98	销售收入增长率	35.54%	13.64%	60.45%	40.72%
存货	330.17	370.66	597.44	817.56	营业利润增长率	5.95%	41.00%	59.58%	88.06%
其他流动资产	75.79	76.76	92.94	110.43	净利润增长率	15.68%	27.07%	60.06%	88.44%
长期股权投资	5.38	5.38	5.38	5.38	EBITDA 增长率	4.85%	35.00%	53.24%	71.98%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	244.10	304.06	333.18	354.70	毛利率	17.07%	18.17%	18.11%	20.50%
无形资产和开发支出	38.64	36.95	35.26	33.57	三费率	6.32%	10.45%	10.48%	10.40%
其他非流动资产	53.09	52.96	52.83	52.70	净利率	5.57%	6.23%	6.21%	8.32%
资产总计	1309.26	1430.70	1877.24	2443.42	ROE	8.43%	9.63%	13.35%	20.10%
短期借款	101.20	100.00	195.79	282.46	ROA	5.70%	6.63%	8.09%	11.72%
应付和预收款项	286.57	321.37	516.02	705.19	ROIC	11.69%	11.55%	14.63%	20.57%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.47%	10.07%	9.61%	11.75%
其他负债	35.36	23.64	27.83	31.90	营运能力				
负债合计	423.13	445.01	739.64	1019.55	总资产周转率	1.28	1.11	1.48	1.59
股本	73.88	132.98	132.98	132.98	固定资产周转率	6.98	6.10	7.67	10.00
资本公积	548.77	489.67	489.67	489.67	应收账款周转率	5.95	5.78	6.69	6.35
留存收益	255.00	348.04	496.95	777.55	存货周转率	3.99	3.52	4.11	3.85
归属母公司股东权益	873.01	970.69	1119.60	1400.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.20%	—	—	—
少数股东权益	13.13	15.00	18.01	23.67	资本结构				
股东权益合计	886.13	985.69	1137.61	1423.87	资产负债率	32.32%	31.10%	39.40%	41.73%
负债和股东权益合计	1309.26	1430.70	1877.24	2443.42	带息债务/总负债	23.92%	22.47%	26.47%	27.70%
					流动比率	2.38	2.41	2.01	1.99
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	速动比率	1.57	1.54	1.18	1.18
EBITDA	113.65	153.43	235.12	404.34	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PE	38.94	30.65	19.15	10.16	每股指标				
PB	3.22	2.89	2.51	2.00	每股收益	0.55	0.70	1.12	2.11
PS	2.13	1.87	1.17	0.83	每股净资产	6.66	7.41	8.55	10.71
EV/EBITDA	11.56	16.86	11.49	6.65	每股经营现金	0.12	0.67	-0.23	0.75
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn