

阿特斯 (688472) 深度研究

光储先锋，卓尔不同

2024 年 07 月 01 日

【投资要点】

- ◆ **阿特斯：国际化的光储龙头。**阿特斯是全球领先的光伏组件和储能系统制造商，在光伏行业拥有超过 20 年的经验。公司整体业绩稳健，2018-2023 年，公司营业收入和归母净利润分别实现 16% 和 9% 的复合增长率。
- ◆ **光伏组件：第一梯队，全球前五。**1) **市场：**海外销售占比超 70%。公司客户覆盖全球逾 160 多个国家和地区。2023 年，公司向全球 100 多个国家销售了 30.7 GW 太阳能组件。出货量排名前三的市场分别是中国、美洲和欧洲。2) **产品：**涉及 TOPCon、HJT 等组件。3) **技术：**完整体系，全面领先。
- ◆ **光储系统：新增长极，前景广阔。**1) **产品：**公司光储业务包括大储、工商业、户储、光伏系统和光伏电站工程 EPC 业务。2) **市场：**全球高增，美国主导。公司储能业务主要由旗下 e-STORAGE 完成，北美市占率 9%，仅次于 Saft、Wartsila、BYD。储能市场全球高增，美国主导。预计到 2028 年，全球储能新增装机量复合增速将达到 29%，累计装机量将达 1TWh。3) **订单：**截至 2024 年 3 月 31 日，e-storage 储能项目储备 56GWH，在手订单 25 亿美元。
- ◆ **竞争优势：光储融合，卓尔不同。**1) **定位：全球视野，扎根本土。**公司根据全球战略发展和海外产能规划需要，在美国德克萨斯州梅斯基特建立了 5GW N 型新技术光伏组件工厂，该工厂 2023 年已经正式投产，并于近期开始交付 210 尺寸产品，预计 2024 年内满产，是头部光伏企业中的领跑者。同步叠加新建的泰国 6.5GW 组件产能和 8GW TOPCon 电池产能，将进一步巩固公司在高价格、高利润市场的领先地位。2) **理念：前瞻布局，稳健经营。**公司董事长瞿晓铨先生毕业于清华大学，是加拿大工程院院士，拥有加拿大多伦多大学半导体材料科学博士学位和近 30 年光伏技术研发和企业管理经验。稳健经营体现在灵活的全球化布局，技术不可知论，稳健的财务表现。3) **创新：注重研发，专利居前。**截止 2023 年末，公司累计申请专利 4,469 项，目前维持有效的专利 2,205 项，数量位居行业前列。


东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

东方财富证券研究所

证券分析师：周旭辉

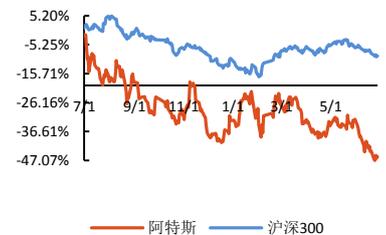
证书编号：S1160521050001

证券分析师：朱晋潇

证书编号：S1160522070001

电话：021-23586740

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	37398.52
流通市值 (百万元)	14012.57
52 周最高/最低 (元)	18.98/9.71
52 周最高/最低 (PE)	22.12/10.96
52 周最高/最低 (PB)	5.70/1.71
52 周涨幅 (%)	-44.77
52 周换手率 (%)	394.81

相关研究

《光伏组件老牌企业，海外渠道优势彰显》

2023.06.15

【投资建议】

- ◆ 阿特斯是全球领先的光伏组件和储能系统制造商，在光伏行业拥有超过 20 年的经验。公司拥有强大的研发能力、完善的产业链布局 and 全球化的市场渠道，在全球光伏市场占据领先地位。我们调整 2024-25 年（前值 65 亿、85 亿）、新增 2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年公司归母净利润分别为 36/53/65 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 10/7/6 倍。我们将光伏组件一体化和光储龙头隆基绿能、晶科能源、晶澳科技、阳光电源作为可比公司，阿特斯 2024 年 PE 估值持平于行业均值，我们维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	51309.56	64982.02	85698.92	110311.28
增长率(%)	7.94%	26.65%	31.88%	28.72%
EBITDA（百万元）	5637.33	6958.71	9517.45	11570.63
归属母公司净利润（百万元）	2903.37	3637.14	5338.91	6543.99
增长率(%)	34.61%	25.27%	46.79%	22.57%
EPS(元/股)	0.85	0.99	1.45	1.77
市盈率 (P/E)	14.86	10.32	7.03	5.74
市净率 (P/B)	2.17	1.56	1.31	1.10
EV/EBITDA	7.34	4.33	3.32	2.29

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 光伏和储能需求不及预期。受宏观经济、能源价格、电价和实际应用情况，国内消纳和海外出口可能存在不及预期的情况。
- ◆ 贸易政策及境外销售风险。美国和欧洲等地区关税和 IRA 等政策对国内光伏和海外本土光伏储能产业盈利有一定影响。
- ◆ 行业竞争加剧。光伏行业产能可能出现短期过剩和同质化的情况，可能会对供给端造成一定影响。
- ◆ 技术变化和替代产品的出现。BC、钙钛矿等新技术变化可能对现有技术路线造成冲击。

【关键假设】

组件：销量，2024-26年，假设为44500/53400/61410MW。其中，2024年为公司指引，2025-26年假设随行业增长保持15-20%的平稳增长；单位售价，假设2024年下半年行业总体供需关系和利润水平改善（基于阿特斯公告管理层判断），趋势有望向好，上游原材料复价，组件价格亦有望企稳，假设为1.06/1.07/1.10元/w。

大型储能系统：销量，2024年根据公告指引取底线值，2025-26年结合30GWh产能和63GWh订单情况，假设销量分别为12/20GWh；单位收入维持不变，假设为17亿元/GWh。

【创新之处】

市场或低估公司在光储领域的增长性。我们认为公司凭借国际化渠道和本土化产能布局，在储能行业增长性和市占率有望进一步提升，进而带动公司业绩快速增长。

【潜在催化】

海外储能和光伏需求超预期，产品销量、价格和盈利水平大幅提升。

正文目录

1. 阿特斯：国际化的光储龙头.....	6
1.1 阿特斯：CSIQ 旗下光储公司.....	6
1.2 财务：业绩稳健，费控趋降.....	8
2. 光伏组件：第一梯队，全球前五.....	9
2.1 市场：海外销售占比超 70%	9
2.2 产品：N 型 TOPCon 组件.....	10
2.3 技术：完整体系，全面领先.....	12
3. 光储系统：新增长极，前景广阔.....	14
3.1 产品：覆盖大储、工商户储.....	14
3.2 市场：全球高增，美国主导.....	15
3.3 订单：e-STORAGE 63GWh.....	16
4. 竞争优势：光储融合，卓尔不同.....	18
4.1 定位：全球视野，扎根本土.....	18
4.2 理念：前瞻布局，稳健经营.....	19
4.3 创新：注重研发，专利居前.....	19
5. 盈利预测.....	21
5.1 关键假设.....	21
5.2 投资建议.....	21
6. 风险提示.....	23

图表目录

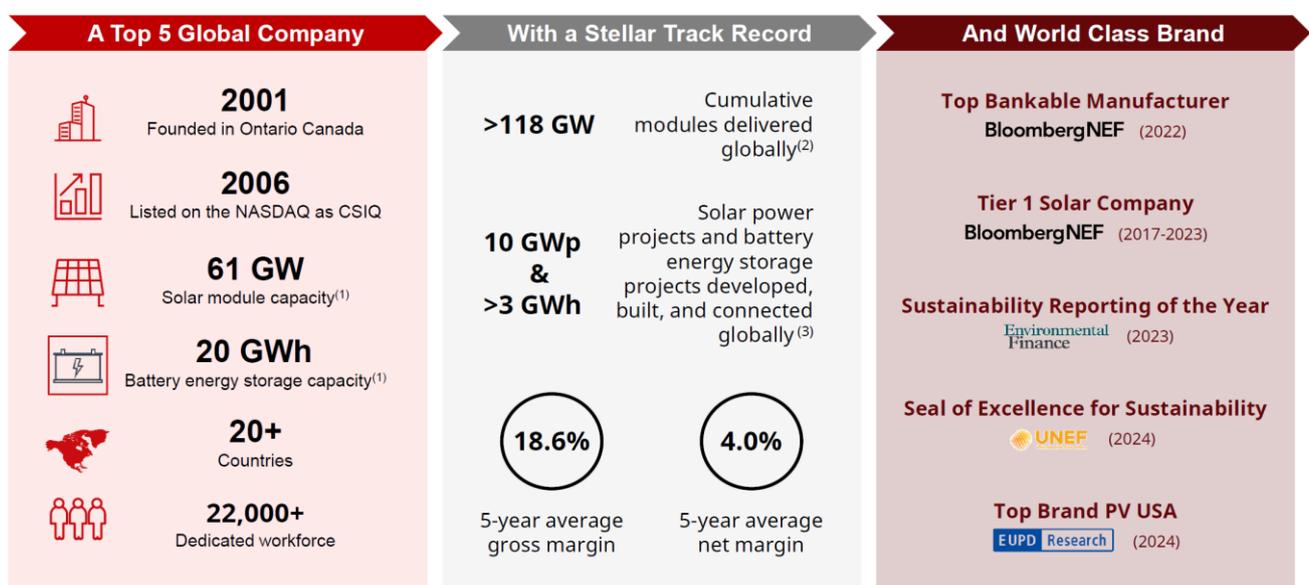
图表 1: 阿特斯太阳能(NASDAQ: CSIQ)业务概况	6
图表 2: 阿特斯 CSI Solar 全球化销售网络和渠道以及供应链体系	7
图表 3: CSI Solar 是 CSIQ 旗下 A 股科创板上市公司	7
图表 4: 公司营业收入保持快速增长 (亿元)	8
图表 5: 公司归母净利润保持快速增长 (亿元)	8
图表 6: 2023 年公司毛利率和净利率提升	8
图表 7: 公司期间费用率处于较低水平	8
图表 8: 公司海外主要客户	9
图表 9: 2008-2023 年公司组件出货量年均增速 42%	9
图表 10: 公司光伏组件 118GW 累计出货量地区占比	10
图表 11: 2023 年各地区光伏组件营收占比	10
图表 12: 公司 TOP(Bi)HiKu6 系列产品	11
图表 13: 公司 TOPBiHiKu7 系列产品	11
图表 14: 阿特斯电池和组件功率和效率等沿革	12
图表 15: 阿特斯光伏相关研发进展	12
图表 16: 公司大型储能产品	14
图表 17: 公司工商业储能系统产品	14
图表 18: 公司户用储能系统产品	15
图表 19: 公司光伏系统业务	15
图表 20: 2022 年 e-STORAGE 北美市占率 9%	16
图表 21: 预计全球储能容量 (GWh)	16
图表 22: 公司产能布局	18
图表 23: CSIQ 及 CSI Solar 全球化营销和产能布局	18
图表 24: 阿特斯技术创新、技术和理念	19
图表 25: 公司专利数量	20
图表 26: 阿特斯光储相关研发进展	20
图表 27: 公司主营业务拆分	21
图表 28: 可比公司估值	22

1. 阿特斯：国际化的光储龙头

1.1 阿特斯：CSIQ 旗下光储公司

阿特斯太阳能(NASDAQ: CSIQ)成立于2001年，2006年在美国纳斯达克上市。CSIQ 已经成为太阳能和储能解决方案的全球领导者。CSIQ 还在全球范围内开发大型太阳能光伏电站和储能电站项目。截至2023年底，CSIQ 的业务遍及20多个国家，拥有超过20000名员工。

图表 1：阿特斯太阳能(NASDAQ: CSIQ)业务概况

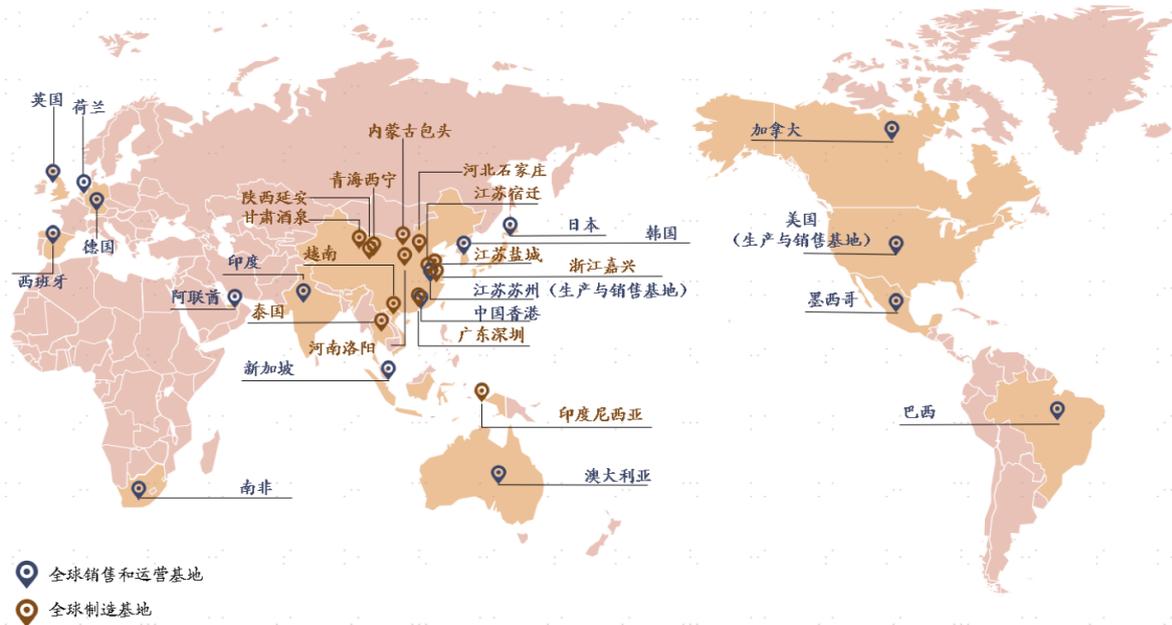


资料来源：CSIQ Investor Presentation March 2024，东方财富证券研究所整理

CSIQ 的子公司阿特斯 CSI Solar 于2023年6月在上海证券交易所科创板成功上市。CSI Solar 的业务涵盖太阳能组件和电池存储制造，并提供全面的系统解决方案，包括逆变器，太阳能系统和 EPC 服务。

到2024年12月底，CSI Solar 的硅棒、硅片、电池和组件的产能将分别达到50.4GW、50.0GW、55.7GW 和 61.0GW。通过加强产业链的垂直整合，公司可以对技术、成本和供应链进行优化管理，并巩固长期竞争优势。

图表 2：阿特斯 CSI Solar 全球化销售网络和渠道以及供应链体系

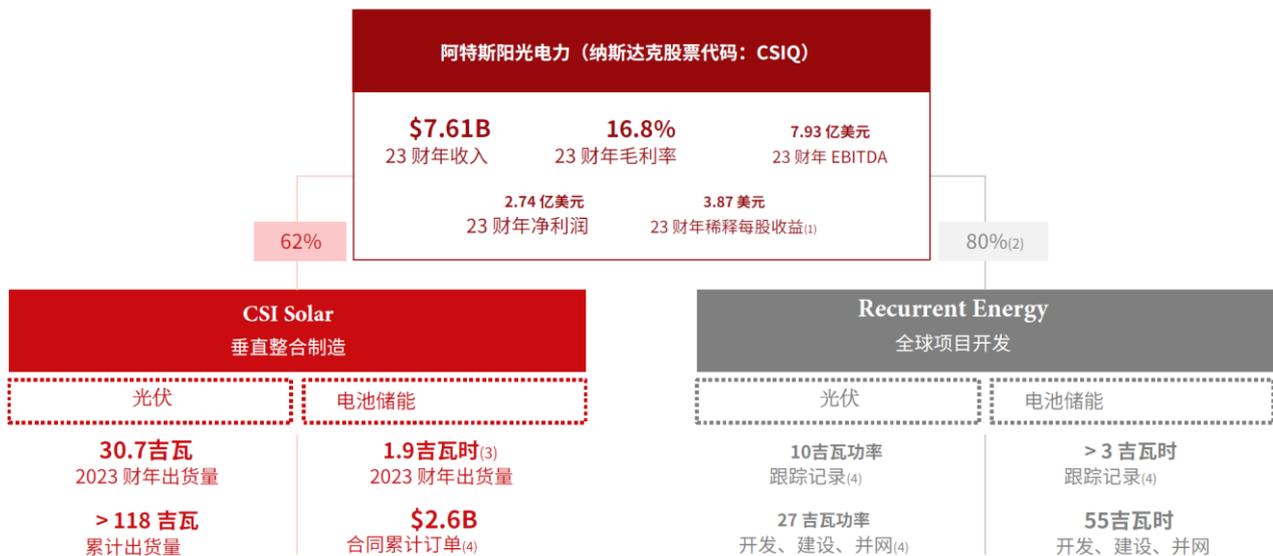


资料来源：阿特斯招股说明书，东方财富证券研究所整理

CSI Solar 的太阳能的储能业务包括公用事业规模的储能系统交钥匙解决方案和住宅储能系统和服务，同时可配备长期服务协议，以及电池容量扩展的升值服务。

图表 3：CSI Solar 是 CSIQ 旗下 A 股科创板上市公司

全球太阳能和储能制造及项目开发业务



(1) 稀释每股收益包含可转换债券的稀释效应。每股 3.87 美元的计算方法为：总盈利 2.79 亿美元（包括 530 万美元的 2.5% 票面利率）除以稀释后的 7220 万股（包括可转换债券转换后可发行的 630 万股）。

(2) 2024 年 1 月，Recurrent Energy 从 BlackRock 获得了 5 亿美元的优先股权投资承诺，可转换为普通股，相当于按转换后的 Recurrent Energy 已发行完全稀释股份的 20%。

(3) 包括大约。由于 2023 年第四季度未发货，预计 760 兆瓦时将在 2024 年确认为收入。

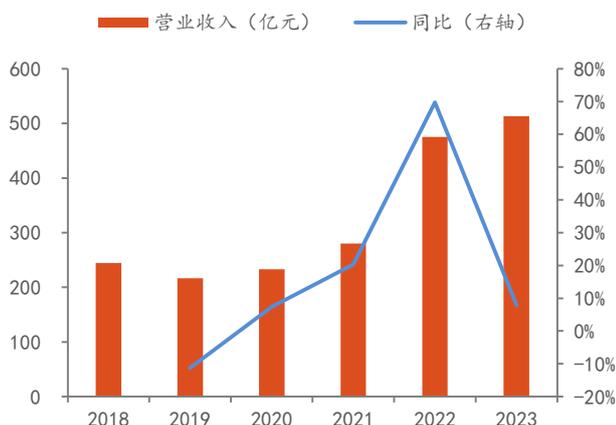
(4) 截至 2024 年 1 月 31 日开发、建设、并网；截至同一日期的管道和合同积压订单。

资料来源：CSIQ Investor Presentation March 2024，东方财富证券研究所翻译整理

1.2 财务：业绩稳健，期间费率较低

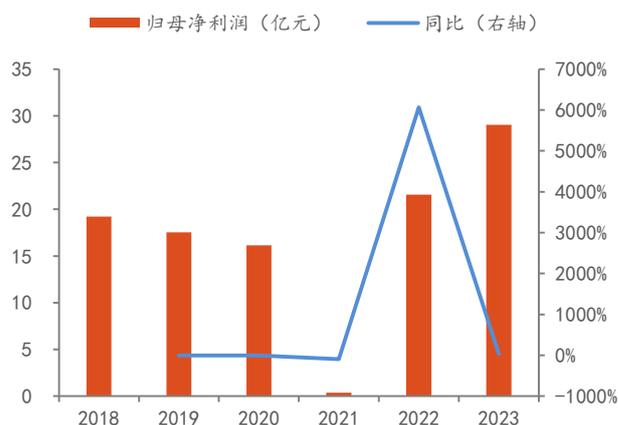
收入和利润快速增长。2018-2023 年，公司的营业收入和归母净利润分别实现 16%和 9%的复合增长率。2023 年的营业收入和归母净利润分别达到了 513 亿和 29 亿，同比增长 8%和 35%。2024Q1 公司实现营业收入 96.0 亿元，同比-18.9%；实现归母净利润 5.8 亿元，同比-37%。

图表 4：公司营业收入保持快速增长（亿元）



资料来源：Choice公司深度财务摘要，东方财富证券研究所

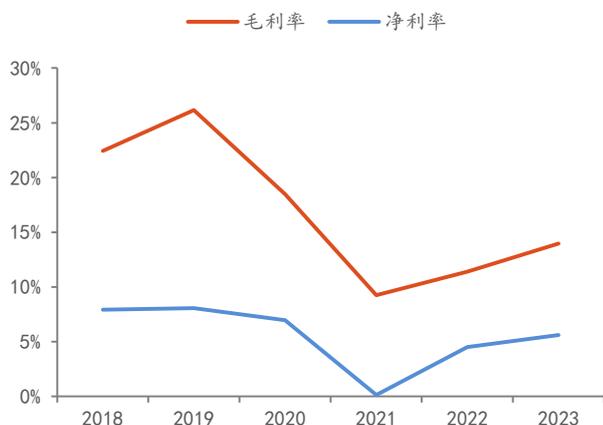
图表 5：公司归母净利润保持快速增长（亿元）



资料来源：Choice公司深度财务摘要，东方财富证券研究所

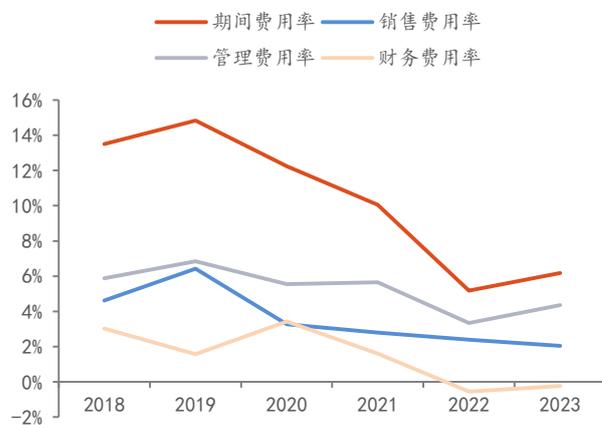
毛利率和净利率同比略有提升，期间费用率稳定。2023 年公司毛利率和净利率分别为 14%和 6%，同比略有提升。

图表 6：2023 年公司毛利率和净利率提升



资料来源：Choice公司深度财务摘要，东方财富证券研究所

图表 7：公司期间费用率处于较低水平



资料来源：Choice公司深度财务摘要，东方财富证券研究所

2. 光伏组件：第一梯队，全球前五

从 2011 年开始，公司组件出货量连续 13 年全球排名前五。根据彭博新能源财经对全球光伏组件制造商的分级，十余年来公司始终位列全球组件供应商“第一梯队”。依托内部建立的一系列创新研发平台，公司致力于研发低成本、高光电转换效率的组件技术。近年来，公司相继推出大尺寸硅片和电池、PERC 电池、HJT 电池、TOPCon 电池、双面双玻组件、半片组件、MBB 组件等众多创新技术和相关产品，并系统地进行专利布局。

2.1 市场：海外销售占比超 70%

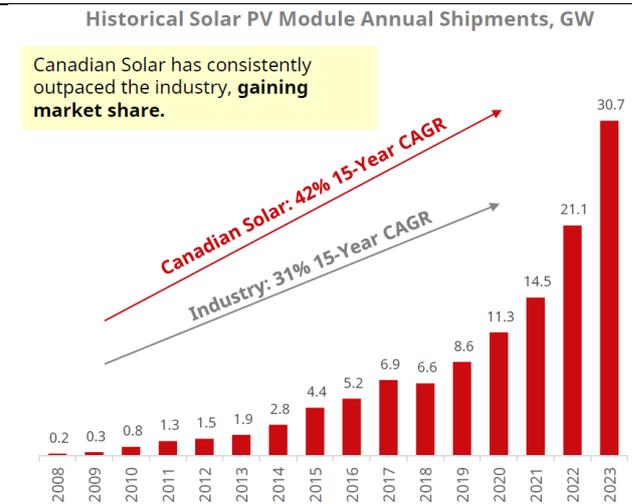
公司客户覆盖全球逾 160 多个国家和地区。2023 年，公司向全球 100 多个国家销售了 30.7 GW 太阳能组件。出货量排名前三的市场分别是中国、美洲和欧洲。公司聚焦于国内外优质市场的重点布局，充分发挥产品性能、品牌和渠道方面的优势，以获得销售溢价并构建竞争壁垒，从而使公司毛利率处于行业领先水平。公司在国际市场屡获殊荣，2017-2023 年连续 7 年被彭博新能源财经评选为光伏组件第一梯队供应商，2024 年荣获知名研究机构 EUPD Research 评选美国“顶级光伏品牌”。

图表 8：公司海外主要客户



资料来源：CSIQ Investor Presentation March 2024，东方财富证券研究所

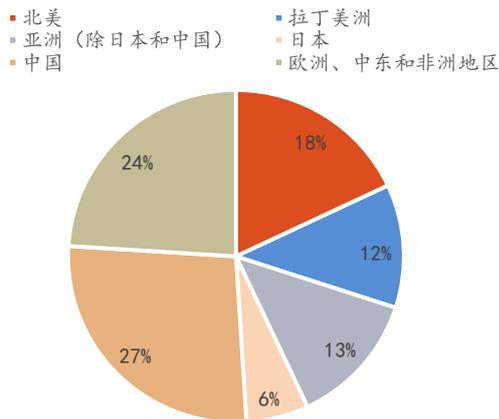
图表 9：2008-2023 年公司组件出货量年均增速 42%



资料来源：CSIQ Investor Presentation March 2024，东方财富证券研究所

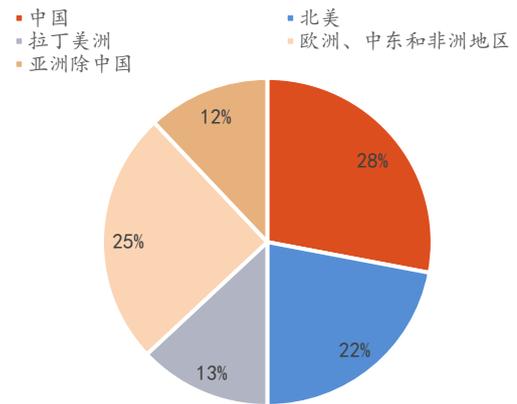
阿特斯海外销售收入占比长期超过 70%。截至 2023 年末，公司在泰国、美国、越南等国家设有或规划生产基地，在境外设有超 20 家销售公司，客户覆盖逾 160 多个国家和地区，是日本、澳洲、欧洲、美洲等国家和地区的主要光伏产品供应商。

图表 10：公司光伏组件 118GW 累计出货量地区占比



资料来源：CSIQ Investor Presentation March 2024，东方财富证券研究所

图表 11：2023 年各地区光伏组件营收占比



资料来源：CSIQ Investor Presentation March 2024，东方财富证券研究所

中国市场，公司在 2023 年内新增多个销售网点，工商业及户用渠道出货规模同比增长 69%。阿特斯太阳花园(Sungarden)作为全球分布式光伏品牌老字号，针对国内分布式业务发起了“先锋行动”，从技术支持、品牌实力、市场战略、金融赋能、渠道生态、伙伴共生等方面加以全新布局。此外，2023 年，国内多个采用公司高功率组件的“农光互补”“渔光互补”“水上光伏”项目成功并网，促进了新农村建设，开拓科技与自然相结合的有机发展之路。

2.2 产品：N 型 TOPCon 组件

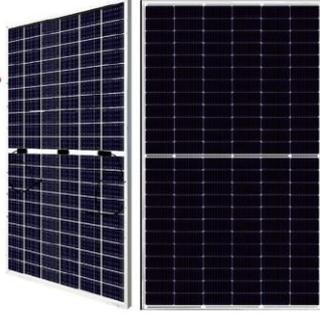
(1) TOPCon 组件 (TOPHiKu/TOPBiHiKu 系列)

公司在 2023 年最新推出的 N 型 TOPCon 系列产品，主要包含两个子系列，TOP(Bi)HiKu6 和 TOPBiHiKu7。

TOP(Bi)HiKu6 系列产品主要采用“182mm 硅片+144/120/108 片半片+TOPCon 电池”技术，正面最高功率达 590W，主要应用在户用屋顶和工商业场景。为了进一步降低系统端的成本，公司将 TOP(Bi)HiKu6 系列产品升级为基于 182R 硅片的新产品，以进一步提升组件功率，优化集装箱利用效率，降低物流成本。182R 系列产品的最大功率增加到了 620W。2024 年 2 月，公司基于 TOPBiHiKu6 系列双面组件推出 182 Plus TOPCon，该产品可靠性强、发电量多，可以使 30 年生命周期内发电量提升 2.3%；集装箱利用率高达 99.8%，有效降低运输成本。

图表 12：公司 TOP(Bi)HiKu6 系列产品

N型TOPCon高功率组件 182 Plus

TOPBiHiKu6			双面 CS6.1-72TB		单面CS6.1-72TD	
组件功率, 效率	高达 620W , 高达 23.0%		组件功率, 效率	高达 625W , 高达 23.1%	组件功率, 效率	高达 625W , 高达 23.1%
组件尺寸	2382×1134×30mm		组件尺寸	2382×1134×30mm	组件尺寸	2382×1134×30mm
双面 CS6.1-60TB			单面 CS6.1-54TD			
组件功率, 效率	高达 515W , 高达 22.8%	组件功率, 效率	高达 470W , 高达 23.0%	组件功率, 效率	高达 470W , 高达 23.0%	
组件尺寸	1994×1134×30mm	组件尺寸	1800×1134×30mm	组件尺寸	1800×1134×30mm	

资料来源：阿特斯 2023 年度报告，东方财富证券研究所

TOPBiHiKu7 系列产品主要采用“210mm 硅片+120/132 片半片+TOPCon 电池”技术，正面最高功率达 705W；该系列产品是公司目前市场上功率最高的 TOPCon 组件产品，进一步降低电站项目的 BOS 成本和 LCOE，适用于地面电站应用。

图表 13：公司 TOPBiHiKu7 系列产品

N型TOPCon高功率组件 210

TOPBiHiKu7		
双面CS7L-TB-AG		
组件功率, 效率	高达 650W , 高达 23.0%	
组件尺寸	2172 × 1303 × 33mm	
双面CS7N-TB-AG		
组件功率, 效率	高达 715W , 高达 23%	
组件尺寸	2384 × 1303 × 33mm	

资料来源：阿特斯 2023 年度报告，东方财富证券研究所

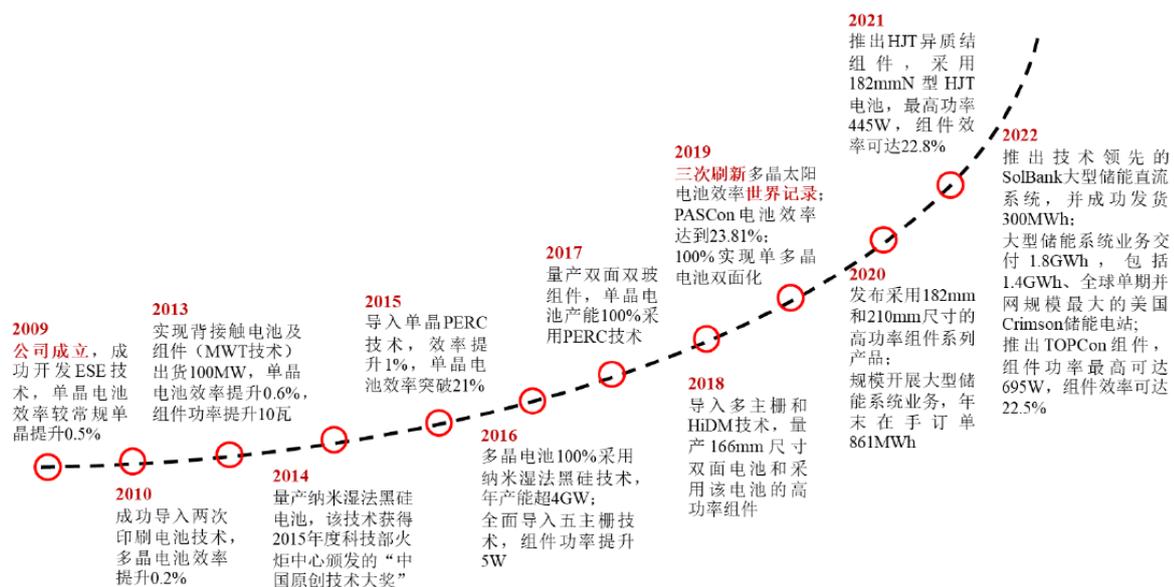
(2) HJT 异质结组件 (HiHero 系列)

HiHero 系列产品是基于 HJT 电池技术的组件产品，具备更高的电池效率和功率，目前主要面向高端户用市场，公司推出了基于 N 型 182mm 硅片的组件，组件端集成了无损切割、半片、MBB 多主栅互联、低温焊带、双玻技术等多项先进的电池和组件技术。该系列产品目前主要采用 54 片半片规格，同时可以提供全黑版产品，满足高端用户对外观一致性的追求，组件最高功率达到 445W，组件效率可达 22.8%。

2.3 技术：完整体系，全面领先

公司形成了完整的晶体研发体系。N型182产品领先于行业，高单产保证了更低的非硅制造成本。2023年4月，公司成立了切片工程技术中心，被认定为省级研发平台，完成了P/N型182/210系列硅片导入，其中TOPCon用硅片实现130微米量产，HJT用硅片实现110微米量产，攻克细线薄片难题。同期，公司宿迁基地一期顺利开线，3个月内超额达成目标，目前电池效率稳定爬升至26%，良率达98%以上。阜宁基地210电池效率达26%，组件功率提升5-8W，使210组件完成了主档位700W的重大跨越，并导入激光辅助烧结技术，效率提升0.45%。HJT中试平均效率26.2%（研发最高26.7%），电池良率99%，相比TOPCon组件，HJT组件功率增益1.5-2%。2023年，公司与中国科学院宁波材料技术与工程研究所联合开发N型硅和钙钛矿叠层光伏电池，双方合作的电池产品在小面积上实现转换效率31.5%。

图表 14：阿特斯电池和组件功率和效率等沿革



资料来源：阿特斯招股说明书，东方财富证券研究所

图表 15：阿特斯光伏相关研发进展

序号	项目名称	预计总投资规模（万元）	进展或阶段性成果	技术水平
1	TOPCon 电池研发： 1、TOPCon 高效电池激光 SE 工艺开发 2、大面积高效 N 型 TOPCon 双面电池关键技术研发	11,269	1 已完成开发，正在导入量产，2 已完成中期检查	国内领先
	TOPCon 组件产品研究 1、先进高效 182TOPCon 产品研究及开发			
2	2、先进高效 210TOPCon 产品研究及开发 3、先进高效 182++TOPCon 产品研究及开发 4、先进高效双玻双面 182++TOPCon 产品研究及开发	16,780	1、2 已完成开发，进入量产，3 部分版型已完成开发，进入量产，4 对已有产品、工艺等进行一般性改造	国内领先

HJT 电池研发				
3	1、改进型 HJT 电池研发 2、p 型掺杂微晶硅异质结太阳电池开发	7,502	1 已完成开发, 2 已完成开发	国内领先
HJT 降本提效技术开发:				
4	1. 超大超薄异质结电池技术开发及产业化; 2. 新型银铜低温银浆技术开发; 3. 20 微米超细栅线技术研发	4,469	1 已完成开发 2 已完成开发 3 正在开发	国内领先
HJT 前沿技术研究:				
5	1. 前沿金属化研究; 2. HJT 电池热循环 (TC) 及拉力实现机理研究	861	1 正在开发 2 已完成开发	国内领先
HJT 组件产品研究:				
6	1、高效高可靠性 N 型异质结组件技术研发 2、高功率 HJT 组件产品深度开发	13,400	1 已完成开发, 进入量产, 2 正在开发	国内领先
组件产品研究				
7	1、HiKu6/BiHiKu6 高功率产品研究及量产化 2、HiKu7/BiHiKu7 高功率产品研究及量产化 3、超大硅片&大尺寸高功率组件产品开发 4、BIPV 产品开发 5、新材料边框组件技术研究 6、退役光伏组件低碳拆解及高值化利用关键技术研发 7、海上光伏组件产品研究与开发 8、轻质组件开发 9、高强度复合边框组件产品研究与开发 10、先进组件 AI 智能化 EL 外观一体化识别研究	23,458	1-3 已完成开发, 进入量产, 4-5、已完成开发, 陆续接单中, 6-10 开发中	4、5、6、9 国际领先, 其他项目国内领先
电池片降本提效技术研发				
8	1、高效电池成套制备技术及接触钝化沉积等核心装备技术 2、大尺寸 PERC 高效低成本金属化工艺开发 3、无损切割技术量产化	5,778	1、2 已完成开发, 进入量产, 3 对已有产品、工艺等进行一般性改造	国内领先
硅片降本提效技术研发				
9	1、背面塔基形貌的研究 2、匹配刻蚀去除死层工艺的探索	5,474	已完成开发, 进入量产	国内领先

资料来源：阿特斯 2023 年年报，东方财富证券研究所翻译整理

3. 光储系统：新增长极，前景广阔

光伏应用解决方案包括大型储能产品、户用储能产品、光伏系统业务和光伏电站工程 EPC 业务。

3.1 产品：覆盖大储、工商户储

(1) 大型储能产品

公司的大型储能产品业务包括应用于电网侧（独立储能、共享储能）和电源侧（主要是光伏地面电站）的大容量储能系统的设备研发制造、销售、系统集成和承包、长期维护服务、补容和电量交易等增值服务。大型储能系统包括电池储能系统、电力转换设备（PCS）、并网设备（变压器、开关柜）等硬件设备以及能量管理系统（EMS）、储能交易等软件配套

阿特斯 SolBank 储能产品采用磷酸铁锂(LFP)电池技术。公司 2023 年 12 月宣布推出最新大型储能系统 SolBank3.0。SolBank3.0 的容量高达 5 兆瓦时，功率可达 2.5 兆瓦，无缝集成高能量密度电池、先进安全保护系统、高效液冷和智慧控制系统。该系统延续了上一代 20 英尺标准集装箱的设计，并在其基础上实现了产品容量提升近 45%，同时现场安装调试并网时间可缩短 40%。

凭借高质量的产品性能和安全设计、卓越的制造能力以及健康稳健的财务状况，Solbank 储能产品获得挪威船级社(DNV)颁发的可融资性评估报告。该报告在业界享有广泛认可，为项目的持续健康运行提供强有力的支持。

图表 16：公司大型储能产品



资料来源：阿特斯2023年度报告，东方财富证券研究所

图表 17：公司工商业储能系统产品



资料来源：阿特斯2023年度报告，东方财富证券研究所

(2) 工商业储能系统产品

针对国内外工商业应用场景的储能系统 KuBank，为客户提供多场景的智能能源管理体验。KuBank 包括多款型号，100kW/247kWh(1000V)及 185kW/371kWh(1500V)的储能一体机柜(IP55)，机柜内包含液冷电池 Pack (IP67)、模块化 PCS、EMS，并可选配 STS，适用于多样化的工商业使用场景。KuBank 采用模块化储能系统设计，是一款成本效益高的 kWh 级电池储能系统。支持多个机组单元并联连接，以满足灵活的能源配置需求。

（3）户用储能系统产品

户用储能产品业务是专注于家庭能源一体化解决方案的研发、制造、销售和客户服务，旨在帮助家庭用户智能管理新能源发电、储能和用电，从而达到降低碳足迹、减少用电成本以及提高供电可靠性等目的。公司于 2022 年 9 月发布的 EP Cube，是一款美观、智能化、多功能的户用储能产品，单机储能容量范围从 9.9 千瓦时至 19.9 千瓦时，并可以扩展和定制至近 120 千瓦时。EP Cube 采用一体化设计、重量轻、安装所需墙壁空间小，具有一体式储能模块和自配置功能，实现快速安装和调试。EP Cube 具有很高的灵活性，除新装系统外，还可用于改造后的交流耦合光伏系统。

图表 18：公司户用储能系统产品



资料来源：阿特斯2023年度报告，东方财富证券研究所

图表 19：公司光伏系统业务



资料来源：阿特斯2023年度报告，东方财富证券研究所

（4）光伏系统业务

公司于 2009 年在海外推出“Sungarden（太阳花园）”分布式光伏发电系统整体解决方案，其构成包括高效光伏组件、逆变器、配电箱、支架系统、电力电缆、系统运行监控软件等，并根据需要配套（锂电池）储能系统，为用户提供清洁、低成本和高可靠的供电解决方案。公司的分布式光伏系统主要包括工商业分布式光伏发电系统和户用分布式光伏发电系统。

（5）电站工程 EPC 业务

公司电站工程 EPC 业务主要为光伏电站提供整体解决方案，包括电站工程项目的设计、设备采购和安装调试、竣工验收和交付等全流程建设服务。公司电站工程 EPC 业务的服务对象主要包括地面电站及工商业客户大型分布式项目。

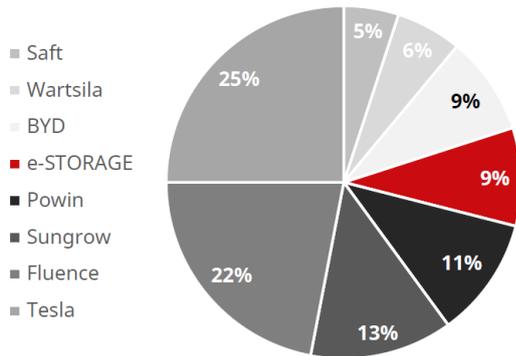
3.2 市场：全球高增，美国主导

e-STORAGE 北美市占率 9%。公司储能业务主要由旗下阿特斯储能科技(e-STORAGE)完成，根据 CSIQ Investor Presentation March 2024 的数据，2022 年 e-STORAGE 在北美市场市占率 9%，在北美市场排名第四，仅次于 Saft、Wartsila、BYD。

储能市场全球高增，美国主导。根据 CSIQ Investor Presentation March 2024 的数据，预计到 2028 年，全球储能新增装机量复合增速将达到 29%，累计装机量将达 1TWh。美国将占据需求的近一半，为 e-STORAGE 带来进一步提升市占率的机遇。

图表 20：2022 年 e-STORAGE 北美市占率 9%

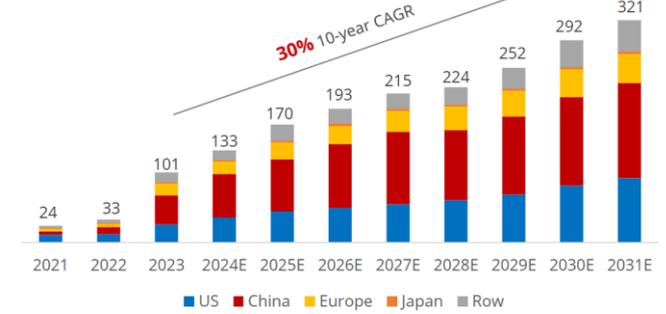
2022 North America Market Share⁽¹⁾



资料来源：CSIQ Investor Presentation March 2024，东方财富证券研究所

图表 21：预计全球储能容量（GWh）

Projected Global Energy Storage Capacity, GWh⁽²⁾



资料来源：CSIQ Investor Presentation March 2024，东方财富证券研究所

公司海外储能业务的销售总部在加拿大，同时在苏州设有储能研发中心，在美国、加拿大、英国、巴西、澳大利亚、日本和印度等设有储能销售和售后机构，具有在全球所有市场提供 EPC 和长期维护服务的能力。

海外的大型储能系统集成项目还涉及项目承包、项目性能保证和可融资性要求、运行维护和补容、以及基于储能电量和辅助服务交易的资产优化所需的全套能力，市场准入门槛较高。基于之前长期的海外光伏项目开发和交付经验，公司在欧洲、北美、南美、澳洲、日本等主要储能市场具有这些能力，并有储能销售和技术服务团队。

3.3 订单：e-STORAGE 63GWh

截至 2023 年末，e-STORAGE 拥有约 63 GWh 的储能系统订单储备，已签署合同的在手订单金额 26 亿美元，其中包括长期服务合同，为本公司已交付的项目提供服务。

公司在美国和欧洲市场持续发力。2023 年欧洲和美国两大海外成熟市场销售规模保持稳健增长，出货量分别实现同比增长 24%、28%，二者在大规模电站销售渠道中市占率较高。公司与英国 Pulse Clean Energy 公司、CERO Generation、Unibal Energy Limited、国际能源巨头 ENGIE、哥本哈根基础设施伙伴旗舰基金等多个海外知名机构签署了储能系统供应协议以及一站式交钥匙储能系统解决方案。与此同时，公司在美国储能市场持续发力，连续在亚利桑那州与 DEPCOM Power 和 Tucson Electric Power(TEP)等知名机构签署协议，为 Papago Storage、Road Runner Reserve System 等吉瓦时级别的大型储能项目提供储能系统产品以及储能解决方案。

日本、澳洲、南美等市场扩展。在提升美国和英国等成熟市场的销售和服务能力的同时，公司将销售和服务网络扩展到日本、澳洲、南美等市场，成为了哥本哈根基础设施合作伙伴(CIP)在澳大利亚的 EPC、长期维护服务首选供应商，以交付其位于南澳大利亚州的“萨默菲尔德(Summerfield)”储能项目。公司在日本和澳洲市场的销售市占率同比增加了 26%和 90%。拉美市场则始终保持领先优势，其中南美地区销售势头强劲，同比增长 64%；墨西哥地区亦表现不俗，出货量同

比增长 114%。整个拉美市场平均每季度出货 1GW 以上，市占率大幅提升了 43%。在新兴市场非洲，出货量全年同比增长高达 195%，尤其是在工商业电站渠道的市占率达到了 30%以上，处于行业领先地位。

户用储能经销网络扩展。截止 2023 年末，公司已在北美，欧洲，日本等主要户用储能活跃区域布局经销网络，在充分利用既有的光伏组件经销网络的基础上，快速开发户用储能安装商渠道，并强化技术支持与服务能力，使客户获得最佳的使用体验。

公司在国内储能产能丰富。公司正在盐城大丰丰富 SolBank 大型储能产品生产线，首批产品已成功下线，截至 2023 年末，SolBank 储能系统的制造产能已扩大至 10 吉瓦时。预计到 2024 年底，其制造产能规模将进一步扩大至 20 吉瓦时。

4. 竞争优势：光储融合，卓尔不同

4.1 定位：全球视野，扎根本土

光伏储能复用销售渠道。对于光储项目，组件和储能业务共用销售渠道。由于全球储能的供应链主要在中国，较之于海外的储能系统集成商，公司具有供应链管控和成本优势；与国内绝大部分系统储能设备供应商和储能系统集成商相比，公司具有品牌、渠道、市场开发和交付能力优势。

产能方面，公司扎根本土，在国内外均建有基地。公司根据全球战略发展和海外产能规划需要，在美国德克萨斯州梅斯基特建立了 5GWN 型新技术光伏组件工厂，该工厂 2023 年已经正式投产，并于近期开始交付 210 尺寸产品，预计 2024 年内满产，是头部光伏企业中的领跑者。同步叠加新建的泰国 6.5GW 组件产能和 8GW TOPCon 电池产能，将进一步巩固公司在高价格、高利润市场的领先地位。

图表 22：公司产能布局

Capacity, GW	Country	Dec 2023A	Jun 2024E	Dec 2024E
Ingot	Total	20	20	50
	China	21	23	45
Wafer	Thailand	-	5	5
	Total	21	28	50
	China	38	36	44
Cell	Thailand	12	12	12
	U.S.*	-	-	-
	Total	50	48	56
	China	44	45	45
Module	Thailand	11	11	11
	U.S.	2	4	5
	Total	57	60	61

资料来源：CSIQ Investor Presentation March 2024，东方财富证券研究所

图表 23：CSIQ 及 CSI Solar 全球化营销和产能布局



资料来源：CSIQ Investor Presentation March 2024，东方财富证券研究所

4.2 理念：前瞻布局，稳健经营

阿特斯在光伏和储能方面均走在行业前列，主要由于管理层战略上前瞻布局，公司创始人光伏和管理经验丰富。公司董事长 XiaohuaQu（瞿晓铨）先生毕业于清华大学，是加拿大工程院院士，拥有加拿大多伦多大学半导体材料科学博士学位和近 30 年光伏技术研发和企业管理经验。

稳健经营体现在灵活的全球化布局，技术不可知论，稳健的财务表现。以技术为例，公司秉承“技术不可知论”，不押注于一种技术路线，保持稳健的经营风格。

图表 24：阿特斯技术创新、技术和理念



资料来源：CSIQ Investor Presentation March 2024，东方财富证券研究所整理

4.3 创新：注重研发，专利居前

公司重视科技创新和技术研发，拥有专业的技术研发团队和雄厚的研发力量。2023 年末，公司研发人员共有 1,297 人，同比增长 70.66%。其中核心技术人员均拥有 10 年以上光伏技术研发经验，多名骨干人员担任 IEC 标准委员会相关职务、国家重点研发计划项目子课题负责人等。2023 年度公司研发投入 70,405.74 万元，同比增长 50.81%。截止 2023 年末，公司累计申请专利 4,469 项，目前维持有效的专利 2,205 项。

图表 25：公司专利数量

	本年新增		累计数量	
	申请数 (个)	获得数 (个)	申请数 (个)	获得数 (个)
发明专利	51	35	1,132	338
实用新型专利	211	168	3,043	1,673
外观设计专利	14	26	294	194
软件著作权	3	3	9	9
其他	0	0	0	0
合计	279	232	4,478	2,214

资料来源：阿特斯 2023 年年报，东方财富证券研究所

图表 26：阿特斯光储相关研发进展

序号	项目名称	预计总投资规模 (万元)	进展或阶段性成果	技术水平	具体应用前景
1	储能系统研发 1、大型液冷 0.67P 储能系统的研发 2、高安全、长寿命、高空间利用率的集装箱式液冷 0.5P 储能系统的研发 3、高安全、长寿命、高能量密度的液冷 0.5P Pack 系统的研发 4、104S1P GTP 液冷 0.5P 长 Pack 系统的研发 5、EMS 能量管理系统的研发6、组串式 PCS 一体机的研发7、工商业一体机 KuBank 的研发	18,128	1、2、3 量产；4、7 设计打样阶段，5 版本发布阶段，6 研发阶段完成	EMS 国内领先，其他项目国际领先	可应用于全球主流储能市场
2	电芯对应 SPB 研发 1、280Ah 电池对应的 SPB 产品的研发 2、300Ah+ 电池对应的 SPB 产品的研发	6,166	设计完成，测试验证阶段	国际领先	可应用于全球主流储能市场
3	电芯研发 1、大容量储能用锂离子电池的研发 2、超长寿命锂离子电芯材料体系的研发 3、高能量密度用 314Ah 锂离子电池的研发	4422	1、系统开发尺寸变更，重新设计 2、B 样开发进行中3、B 样开发结束，设计基本冻结，已完成阶段总结	国际领先	储能
4	户用储能系统研发 1、欧版家庭储能项目 2、日版家庭储能项目 3、美版家庭储能项目 4、基于 EP Cube1.0 平台面向日本欧洲市场储能电池 (Pack) 开发 5、基于 EP Cube1.0 SG 的简配配电箱开发	10,400	3 已完成开发，其他项目正在开发中	国际领先	EP CUBE
5	逆变器研发 1、大型电站用三相组串逆变器 2、户用三相组串逆变器 3、商用三相组串逆变器 4、单相光伏逆变器 5、分布式户用电站监控平台	21,466	1-4、部分量产，5、正在研发	国内领先	光伏及储能系统
6	电站工程技术研发 1、光伏直流汇流箱控制系统及远程监控监测数据采集技术的研发 2、边组行走式光伏组件智能清扫机器人的研发 3、海上漂浮式光伏平台及系统的研发 4、光伏斜屋顶支撑结构计算及构型优化设计的研发 5、光伏支架及具有该光伏支架的光伏发电系统的研发 6、可调节的耐候性光伏组件支架的研发 7、非侵入式光伏电站能量远程采集系统的技术研究 8、光伏系统在治沙工程项目上应用的研究 9、压块组件及太阳能光伏发电系统的制作方法的研究 10、光伏支架及具有其的光伏发电系统的研发 11、光伏组件离地高度计算方法及光伏组件的安装方法	6,750	正在开发	国内领先	光伏应用
7	焊带研发 1、无铅抗氧化焊带研发 2、高效异形截面分段光伏焊带 3、高可靠性分段镀锡焊带研发 4、超高速焊带在线退火设备研发	4,057	项目结束，已量产	国内领先	光伏系统
8	胶膜研发 1、无主栅电池一体胶膜 2、快速固化白色 EVA 胶膜 3、Topcon 电池用封装胶膜 4、高粘度光伏封装胶膜	5,600	1、2、3 可靠性测评中，4、5 已完成量产导入，项目结束，6 可靠性测评完成	国内领先	光伏系统
9	接线盒研发 1、高防水光伏连接器 2、高智能接线盒包装自动化设备 3、高防水光伏接线盒 4、高智能接线盒包装自动化设备 5、智能化数字化全自动光伏接线盒设备 6、新型高可靠光伏连接器 7、高可靠性低电阻光伏连接器	4,907	1-4 小试阶段，5-7 试产阶段	国内领先	光伏系统

资料来源：阿特斯 2023 年年报，东方财富证券研究所翻译整理；注：光伏相关研发已在原文列述

5. 盈利预测

5.1 关键假设

组件：销量，2024-26 年，假设为 44500/53400/61410MW。其中，2024 年为公司指引，2025-26 年假设随行业增长保持 15-20%的平稳增长；单位售价，假设 2024 年下半年行业总体供需关系和利润水平改善（基于阿特斯公告管理层判断），趋势有望向好，上游原材料复价，组件价格亦有望企稳，假设为 1.06/1.07/1.10 元/w。

大型储能系统：销量，2024 年根据公告指引取底线值，2025-26 年结合 30GWh 产能和 63GWh 订单情况，假设销量分别为 12/20GWh；单位收入维持不变，假设为 17 亿元/GWh。

图表 27：公司主营业务拆分

阿特斯	2022	2023	2024E	2025E	2026E
光伏组件业务					
组件销量 (MW)	18916	30720	44500	53400	61410
组件销量YoY	48.4%	62.4%	44.9%	20.0%	15.0%
单位售价(元/W)	2.06	1.38	1.06	1.07	1.10
收入 (亿元)	389	423	472	571	676
yoy	71.8%	8.7%	11.4%	21.1%	18.2%
总成本 (亿元)	344	356	387	470	565
单位成本(元/W)	1.82	1.16	0.87	0.88	0.92
毛利 (亿元)	45	68	85	101	111
毛利率	11.6%	16.0%	17.9%	17.8%	16.4%
光伏系统业务					
营业收入 (亿元)	39	52	57	62	69
YOY	83.3%	31%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	5.9%	1.79%	1.8%	1.8%	1.8%
毛利	2.32	0.92	1.02	1.12	1.23
大型储能系统					
营业收入 (亿元)	34	19	102	204	339
YOY	142.1%	-45.3%	444.5%	100.0%	66.7%
营业成本 (亿元)	30	15	81	161	268
产能 (GWh)			10.00	20.00	30.00
销量 (GWh)	1.80	1.10	6.00	12.00	20.00
单GWh收入 (亿元)	19.0	17.0	17.0	17.0	17.0
毛利率	12.0%	17.2%	20.0%	21.0%	21.0%
毛利	4.10	3.21	20.36	42.76	71.27
其他					
营业收入 (亿元)	8.4	19.5	19.5	19.5	19.5
合计					
总营收 (亿元)	475.4	513.1	649.8	857.0	1103.1
营业成本 (亿元)	421.1	441.4	543.9	711.7	920.1
毛利率	11.4%	14.0%	16.3%	17.0%	16.6%

资料来源：东方财富证券研究所

5.2 投资建议

阿特斯是全球领先的光伏组件和储能系统制造商，在光伏行业拥有超过 20 年的经验。公司拥有强大的研发能力、完善的产业链布局 and 全球化的市场渠道，在全球光伏市场占据领先地位。我们调整 2024-25 年（前值 65 亿、85 亿）、新增 2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年公司归母净利润分别为 36/53/65 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 10/7/6 倍。我们将光伏组件一体化和光储龙头隆基绿

能、晶科能源、晶澳科技、阳光电源作为可比公司，阿特斯 2024 年 PE 估值持平于行业均值，我们维持“增持”评级。

图表 28：可比公司估值

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			PB	股价 (元)	评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E			
601012.SH	隆基绿能	1062	1.4	3.2	3.8	16.1	4.4	3.7	1.52	14.0	增持
002459.SZ	晶澳科技	371	2.1	1.0	1.5	9.7	11.6	7.7	1.07	11.2	未评级
688223.SH	晶科能源	710	0.7	0.6	0.8	12.0	11.1	9.1	2.13	7.1	增持
300274.SZ	阳光电源	1286	6.4	7.9	9.6	13.8	7.9	6.5	4.64	62.0	增持
688472.SH	阿特斯	375	0.9	1.0	1.5	14.9	10.3	6.9	1.75	10.2	增持
行业均值		761	2.3	2.7	3.4	13.3	9.0	6.8	2.2	20.9	

资料来源：Choice 股票板块，东方财富证券研究所，（收盘价截至 2024 年 6 月 28 日，未评级 A 股来自 Choice 一致预期）

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	51309.56	64982.02	85698.92	110311.28
增长率 (%)	7.94%	26.65%	31.88%	28.72%
EBITDA (百万元)	5637.33	6958.71	9517.45	11570.63
归属母公司净利润 (百万元)	2903.37	3637.14	5338.91	6543.99
增长率 (%)	34.61%	25.27%	46.79%	22.57%
EPS (元/股)	0.85	0.99	1.45	1.77
市盈率 (P/E)	14.86	10.32	7.03	5.74
市净率 (P/B)	2.17	1.56	1.31	1.10
EV/EBITDA	7.34	4.33	3.32	2.29

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

6.风险提示

- ◆ 光伏和储能需求不及预期。受宏观经济、能源价格、电价和实际应用情况，国内消纳和海外出口可能存在不及预期的情况。
- ◆ 贸易政策及境外销售风险。美国和欧洲等地区关税和 IRA 等政策对国内光伏和海外本土光伏储能产业盈利有一定影响。
- ◆ 行业竞争加剧。光伏行业产能可能出现短期过剩和同质化的情况，可能会对供给端造成一定影响。
- ◆ 技术变化和替代产品的出现。BC、钙钛矿等新技术变化可能对现有技术路线造成冲击。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3892.88	52170.65	58116.10	80477.79
货币资金	18949.98	22690.69	24048.58	33098.02
应收及预付	8333.83	12367.66	14818.54	20216.33
存货	7798.88	13068.69	14235.31	21065.43
其他流动资产	3900.20	4043.62	5013.67	6098.01
非流动资产	26792.49	34205.00	42064.74	49834.97
长期股权投资	344.36	394.36	444.36	494.36
固定资产	16758.69	23814.46	30565.83	37064.16
在建工程	4266.42	4613.13	5290.51	6232.40
无形资产	829.02	1099.02	1349.02	1499.02
其他长期资产	4594.01	4284.03	4415.03	4545.03
资产总计	65775.37	86375.66	100180.84	130312.76
流动负债	37089.72	52116.43	58840.23	80732.84
短期借款	6886.98	7386.98	8186.98	9186.98
应付及预收	12138.46	23014.45	22981.09	36485.53
其他流动负债	18064.28	21715.00	27672.17	35060.33
非流动负债	7205.88	10215.13	12715.13	15515.13
长期借款	3422.56	4422.56	6422.56	9422.56
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	3783.32	5792.57	6292.57	6092.57
负债合计	44295.59	62331.56	71555.37	96247.97
实收资本	3688.22	3644.72	3644.72	3644.72
资本公积	7621.77	7193.64	7193.64	7193.64
留存收益	10320.29	13376.75	17988.23	23464.44
归属母公司股东权益	21418.28	24003.10	28614.58	34090.79
少数股东权益	61.50	40.99	10.89	-26.00
负债和股东权益	65775.37	86375.66	100180.84	130312.76

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	51309.56	64982.02	85698.92	110311.28
营业成本	44141.85	54389.18	71165.08	92007.77
税金及附加	161.53	194.95	257.10	330.93
销售费用	1047.44	2599.28	3427.96	4412.45
管理费用	1533.58	2599.28	3427.96	4412.45
研发费用	704.06	974.73	1285.48	1654.67
财务费用	-118.31	147.30	173.48	307.33
资产减值损失	-846.94	-29.00	-29.00	-29.00
公允价值变动收益	116.87	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-196.23	129.96	171.40	220.62
资产处置收益	37.10	46.99	61.97	79.76
其他收益	561.61	546.58	720.84	927.86
营业利润	3443.73	4771.85	6887.07	8384.93
营业外收入	28.89	28.89	28.89	28.89
营业外支出	279.94	279.94	279.94	279.94
利润总额	3192.68	4520.79	6636.01	8133.87
所得税	305.67	904.16	1327.20	1626.77
净利润	2887.01	3616.63	5308.81	6507.10
少数股东损益	-16.37	-20.50	-30.10	-36.89
归属母公司净利润	2903.37	3637.14	5338.91	6543.99
EBITDA	5637.33	6958.71	9517.45	11570.63

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8234.58	11493.07	9960.19	17985.06
净利润	2887.01	3616.63	5308.81	6507.10
折旧摊销	2217.00	2187.51	2661.26	3149.77
营运资金变动	2086.93	5059.52	1316.13	7560.23
其它	1043.64	629.40	673.99	767.97
投资活动现金流	-8710.83	-9683.00	-10547.57	-10879.54
资本支出	-8160.34	-10053.07	-10517.09	-10898.29
投资变动	-935.09	-101.88	-101.88	-101.88
其他	384.60	471.94	71.40	120.62
筹资活动现金流	7194.35	1930.65	1945.28	1943.92
银行借款	2640.39	1500.00	2800.00	4000.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	6740.55	-471.64	0.00	0.00
其他	-2186.59	902.29	-854.72	-2056.08
现金净增加额	6726.43	3740.71	1357.90	9049.43
期初现金余额	5128.77	11855.20	15595.91	16953.81
期末现金余额	11855.20	15595.91	16953.81	26003.24

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	7.94%	26.65%	31.88%	28.72%
营业利润增长	37.31%	38.57%	44.33%	21.75%
归属母公司净利润增长	34.61%	25.27%	46.79%	22.57%
获利能力 (%)				
毛利率	13.97%	16.30%	16.96%	16.59%
净利率	5.63%	5.57%	6.19%	5.90%
ROE	13.56%	15.15%	18.66%	19.20%
ROIC	8.78%	9.71%	11.75%	12.00%
偿债能力				
资产负债率 (%)	67.34%	72.16%	71.43%	73.86%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	1.05	1.00	0.99	1.00
速动比率	0.75	0.68	0.67	0.67
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.75	0.86	0.85
应收账款周转率	9.19	7.44	8.44	7.79
存货周转率	6.58	4.97	6.02	5.24
每股指标 (元)				
每股收益	0.85	0.99	1.45	1.77
每股经营现金流	2.23	3.12	2.70	4.88
每股净资产	5.81	6.51	7.76	9.24
估值比率				
P/E	14.86	10.32	7.03	5.74
P/B	2.17	1.56	1.31	1.10
EV/EBITDA	7.34	4.33	3.32	2.29

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。