

德业股份 (605117)

证券研究报告

2025年01月08日

产品匹配亚非拉需求，卡位需求高增市场

行业层面，亚非拉接棒欧洲，户储需求持续增长

- 1) 欧洲：户储趋于疲缓，工商储、大储需求有望高增。**根据欧洲光伏产业协会 (SolarPower Europe) 发布的《欧洲储能市场展望 2024-2028》，与户储趋势相反的是，欧洲工商业储能、电网侧储能等大规模储能需求快速增长，预计 2024 年欧洲大储装机有望首次突破 10GWh。分市场看，预计 2024-2028 年维度意大利、德国、英国等均有望实现大储/工商储需求高增。
- 2) 亚非拉：资金支持+成本下降+弱电网，光储需求有望持续提升。**发达国家资金支持的逐步落地，典型如 2021 年七国集团(G7)提出公正能源转型伙伴关系(JETPs)对南非、印尼、越南等国的支持；光伏投资成本下降，典型如印度光伏需求实现高增；弱电网（典型如东南亚各国、巴基斯坦、南非、巴西等）对应大规模停电事故时有发生、电价出现上涨，进而提升光伏经济性。

公司层面，产品设计领先同行，精准卡位亚非拉市场

弱电网属性带来了亚非拉居民、工业用户为保障用电安全而自建分布式光储系统的需求，从当前逆变器典型公司的产品迭代方向看，趋势为更满足亚非拉需求特点的：1) 低压系统的低成本+可扩容性；2) 离网运行能力：包括兼容柴油发电机、更短的离网切换时间、更高的离网带载能力。

我们统计了部分核心逆变器公司新品，借此看逆变器环节供给端的变化趋势。**横向对比看，公司在产品兼容性**及**并离网支撑能力上优于大部分同行，技术优势明显**，具体包括所有新品均兼容柴油发电机和铅酸电池，可扩展性（最高并联 16 台、最高功率 128KW）、离网切换时间优于大部分同行，新品均为 20-30V 或 40-60V 低压系统，均配置了 2 倍输出 10 秒的离网带载能力。

盈利预测

我们预计亚非拉市场的光伏、储能需求存在持续增长的可能性，而供给层面我们认为公司优势不仅在于其过往在亚非拉市场的销售渠道布局，**更重要的是对亚非拉户储市场底层需求的挖掘能力**（如低压系统对应的经济性和可扩展能力，以及弱电网背景下户储系统的离网运行能力）。

基于公司 24 年前三季度营业收入、归母净利润，考虑后续亚非拉户用光储需求向上的持续性、以及公司自身产品优势，我们上调公司 24-26 年营业收入至 114、162、210 亿元（原值为 24-26 年 100.8、126.0、155.0 亿元）；归母净利润 30.4、41.1、52.9 亿元（原值为 24-26 年 22.7、30.3、38.9 亿元），yoy+69.47%/+35.32%/+28.77%，对应当前估值 20、15、11X PE，上调为“买入”评级。

风险提示：政策风险；毛利率下降风险；竞争加剧；国际贸易及行业政策变动风险；核心原材料供应风险；文中测算具有一定的主观性，仅供参考。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,955.52	7,479.71	11,443.95	16,184.92	21,040.39
增长率(%)	42.89	25.59	53.00	41.43	30.00
EBITDA(百万元)	1,958.00	2,488.06	3,542.57	4,694.95	5,923.22
归属母公司净利润(百万元)	1,517.41	1,790.99	3,035.16	4,107.20	5,289.04
增长率(%)	162.28	18.03	69.47	35.32	28.77
EPS(元/股)	2.35	2.78	4.70	6.36	8.20
市盈率(P/E)	39.28	33.28	19.64	14.51	11.27
市净率(P/B)	14.67	11.39	8.15	6.19	4.73
市销率(P/S)	10.01	7.97	5.21	3.68	2.83
EV/EBITDA	39.55	13.52	15.84	11.22	8.55

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电力设备/光伏设备
6 个月评级	买入（调高评级）
当前价格	92.37 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	645.29
流通 A 股股本(百万股)	645.29
A 股总市值(百万元)	59,605.56
流通 A 股市值(百万元)	59,605.56
每股净资产(元)	14.55
资产负债率(%)	38.52
一年内最高/最低(元)	111.80/62.25

作者

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

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004
suncqiana@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《德业股份-年报点评报告:逆变器产品全球加速扩张，业绩持续高速增长》 2023-05-04
- 《德业股份-半年报点评:业绩超预期，微逆+储能加速成长》 2022-09-19
- 《德业股份-季报点评:储能+微逆双赛道，有望实现高增长》 2022-05-06

内容目录

1. 行业层面：亚非拉接棒欧洲，户储需求持续增长.....	3
1.1. 欧洲：户储趋于疲缓，工商储、大储需求有望高增	3
1.2. 亚非拉：资金支持+成本下降+弱电网，光储需求有望持续提升	3
2. 公司层面：产品设计领先同行，精准卡位亚非拉市场	4
3. 盈利预测与估值.....	5
4. 风险提示.....	5

图表目录

图 1：2023-2024 年欧洲储能市场新增装机及各细分领域占比.....	3
表 1：各逆变器公司新品技术参数（固德威未标注新品）	4

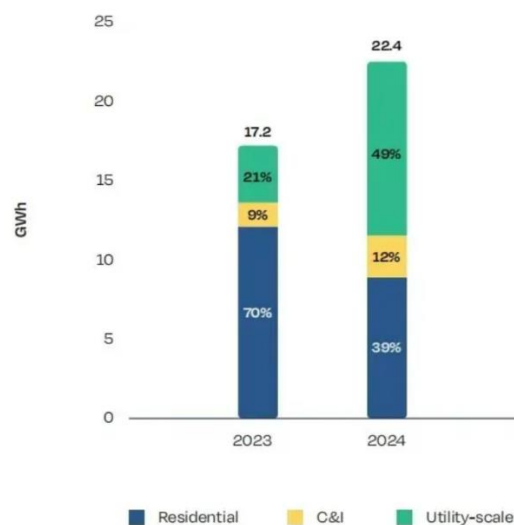
1. 行业层面：亚非拉接棒欧洲，户储需求持续增长

1.1. 欧洲：户储趋于疲缓，工商储、大储需求有望高增

2024 年 10 月，欧洲光伏产业协会（SolarPower Europe）发布《欧洲储能市场展望 2024-2028》，其中预计 2024 年欧洲户用储能市场的新增装机量将同比下降 26%至 8.8GWh。

但与户储趋势相反的是，欧洲工商业储能、电网侧储能等大规模储能需求快速增长，预计 2024 年欧洲大储装机有望首次突破 10GWh。需求高增市场包括英国（预计 24 年新增大储装机 3.7GWh）、意大利（预计 24 年新增大储装机 5GWh），预计欧洲大储新增装机量有望从 2023 年的 3.6GWh 增至 11GWh。

图 1：2023-2024 年欧洲储能市场新增装机及各细分领域占比



资料来源：《欧洲储能市场展望 2024-2028》，集邦储能公众号，天风证券研究所

分市场看，预计 2024-2028 年维度意大利、德国、英国等均有有望实现大储/工商储需求高增。根据欧洲光伏产业协会（SolarPower Europe）发布的《欧洲储能市场展望 2024-2028》口径：

1、意大利：预计 2024 年户储新增装机将同比下降 40%至 1.9GWh。与之对应，意大利的工商业储能预计市场前景良好，投资回收期有望缩短、收益提升。中期预计意大利工商业储能装机量将从 2024 年的 674MWh 增长到 2028 年的 3.6GWh。

2、德国：户用储能显著下滑，而工商业储能和大储市场则呈现增长态势。中期预计到 2028 年，德国户储装机量将重新超过 5GWh；工商业储能方面，2024 年新增装机量有望达到 612MWh，预计 2028 年累计装机量达 3.8GWh；大储方面，预计新增装机将从 2024 年的 553MWh 增至 2028 年的 6GWh。

3、英国：预计 2024 年英国作为电网侧储能的领导者，新增装机有望达 4.5GWh，同比增长 70%。在政府取消项目规模限制并提供容量补偿的支持下，预计 2024 年英国新增大储装机 3.7GWh。中期维度，预计户储新增装机将从 2024 年的 649MWh 增至 2028 年的 919MWh；工商业储能在电力削峰和能源套利的机会带动下，预计从 2024 年的 150MWh 增至 2028 年的 1.7GWh。

1.2. 亚非拉：资金支持+成本下降+弱电网，光储需求有望持续提升

我们预计，资金支持、光伏成本下降带动经济性、弱电网带来用电保障性问题，亚非拉光储需求有望持续提升。

1)发达国家资金支持的逐步落地。2021 年七国集团(G7)提出公正能源转型伙伴关系(JETPs)，旨在帮助伙伴国加速向公正能源系统的转型，逐步淘汰化石燃料；其中包括 2021 年南非

JETP 计划支持资金总额 85 亿美元、22 年 11 月印尼 JETP 计划支持资金总额 200 亿美元、22 年 12 月越南 JETP 计划支持资金总额 155 亿美元等；随各国准备接受投资的具体项目逐步落地，预计资金支持将带动亚非拉部分国家可再生能源项目的加速推进，进而带动光伏、储能的需求增长。

2) 光伏投资成本下降刺激下游需求。典型如印度，根据 MercomIndiaResearch 发布的《印度光伏市场 2024 年第一季度更新报告》，24Q1 印度大型光伏项目平均成本同比下降 28.2%，成本下降幅度大于分布式，因而带动 24Q1 大型光伏项目安装量急剧增加。往后看 24Q1 印度光伏系统招标量超过 30GW, yoy+122%；已招标或待拍卖的光伏电站项目达到 93GW，预计印度光伏系统需求将持续高增长。

3) 弱电网+高光伏经济性，带来分布式光伏及配储需求。

亚非拉部分国家及地区(典型如东南亚各国、巴基斯坦、南非、巴西等)电网建设基础较差，大规模停电事故时有发生，带来了居民、工业用户为保障用电安全而自建分布式光伏的需求。以巴基斯坦为例，巴基斯坦国家输配电公司 (NTDC) 数据显示，2021-2022 财年巴基斯坦电网损耗较大，输配电环节综合线损达 20%。巴基斯坦最近的一次大规模停电发生在 2023 年 1 月，该轮停电持续超过 12 小时，全国近 2.2 亿人陷入黑暗。

在弱电网背景下，亚非拉部分国家及地区近年出现电价上涨情况，叠加光伏发电潜力高，对应光伏经济性凸显，分布式光伏及配储需求得到释放。如 2024 年 6 月巴基斯坦国家电力监管机构发言人 Sajid Akram 表示，从 2024 年 7 月 1 日开始的下一个财政年度，巴基斯坦 10 家配电公司的电价平均提高 5.72 卢比（约 0.15 元）至 35.50 卢比/KWh（约 0.93 元/KWh）。而巴基斯坦地处南亚次大陆，是世界上太阳能辐照最高的地区之一，全年日照时长达 3000 小时，在发展光伏方面有着得天独厚的地理环境优势。根据美国国家可再生能源实验室的研究，巴基斯坦的太阳能发电潜力是目前非可再生能源发电量的 80 倍。

4) 政策支持+主权基金推动，以沙特为典型的中东国家光储需求有望加速增长。以沙特为例，沙特政府在“2030 愿景”推动下，预计 2030 年之前将实现 130GW 的可再生能源装机规模，其中沙特主权投资基金公共投资基金(PIF)将提供主要经济支持。

2. 公司层面：产品设计领先同行，精准卡位亚非拉市场

弱电网属性带来了亚非拉居民、工业用户为保障用电安全而自建分布式光储系统的需求，往后看，我们看好亚非拉市场的光伏、储能需求存在持续增长的可能性。**从当前逆变器典型公司的产品迭代方向看，趋势为更满足亚非拉需求特点的：1) 低压系统的低成本+可扩容性；2) 离网运行能力：包括兼容柴油发电机、更短的离网切换时间、更高的离网带载能力。**

我们统计了部分核心逆变器公司新品，借此看逆变器环节供给端的变化趋势。**横向对比看，公司在产品兼容性及并离网支撑能力上优于大部分同行：**

- ✓ **德业股份：**所有新品均兼容柴油发电机和铅酸电池，可扩展性（最高并联 16 台、最高功率 128KW）、离网切换时间优于大部分同行，新品均为 20-30V 或 40-60V 低压系统，均配置了 2 倍输出 10 秒的离网带载能力；
- ✓ **锦浪科技：**大部分新品兼容柴油发电机和铅酸电池，最高并联数量 10 台（最高功率 160KW）、离网切换时间分为 4ms 和 10ms 两档、大部分新品为 40-60V 低压系统，均配置了 2 倍输出 10 秒的离网带载能力，均为 IP66 防护等级（对比 IP65 能够抵御更强的水射流）。此外，新品 EA1P(3.6-6)K-L 适用于并网光伏电站的储能系统改造。
- ✓ **艾罗能源：**新品最高并联 10 台（最高 60KW），可兼容铅酸电池、未来版本可兼容柴油发电机，离网切换时间 10ms，支持 2 倍输出 10 秒的离网带载能力，为 40-60V 低压系统。

表 1：各逆变器公司新品技术参数（固德威未标注新品）

公司	产品系列	功率等级	最大充电 放电电流	柴油发电机 兼容性	铅酸电池 兼容性	可扩展性	电压范围	最高效率	离网切换 时间	离网带载能 力	防护等级
德业	SG05LP1-EU-SM2	3.6-8KW	190A	√	√	最高并联 16 台	40-60V	97.60%	4ms	2 倍输出 10 秒	IP65
	SG04LP1-24-EU-SM1	3-6KW	140A	√	√	最高并联 16 台	20-30V/ 40-60V	97.60%	4ms	2 倍输出 10 秒	IP65
	SG05LP3-EU-SM2	3-6KW	135A	√	√	最高并联 10 台	40-60V	97.60%	4ms	2 倍输出 10 秒	IP65
	SG05LP3-EU-SM2	8-12KW	240A	√	√	最高并联 10 台	40-60V	97.60%	4ms	2 倍输出 10 秒	IP65
锦浪	EH1P(3-8)K-L-PLUS	3-8KW	190A	√	√	最大功率 48kW	40-60V	96.20%	4ms	2 倍输出 10 秒	IP66
	EH3P(8-15)K02-NV-YD-L	8-15KW	290A	√	√	最高并联 6 台	40-60V	97.60%	10ms	2 倍输出 10 秒	IP66
	EH1P(12-16)K03-NV-YD-L	12-16KW	350A	√	√	最大功率 160kW	40-60V	97.60%	4ms	2 倍输出 10 秒	IP66
	EH3P(12-20)K-H	12-20KW	50A	√	未提及	最高并联 6 台	120-800V	97.70%	10ms	2 倍输出 10 秒	IP66
	EH3P(29.9-50)K-H	29.9-50KW	140A	√	未提及	未提及	150-800V	97.80%	10ms	1.6 倍输出 10 秒	IP66
	EA1P(3.6-6)K-L	3.6-6KW	125A	未提及	未提及	未提及	40-60V	93.50%	×	×	IP66
艾罗	X1-HYBRID LV	3-6KW	120A	√(未来版本 可用)	√	最高并联 10 台(未来版本 可用)	40-60V	97.60%	10ms	2 倍输出 10 秒	IP65
固德威	ES G2	3.6-6KW	100A	未提及	未提及	未提及	40-60V	97.60%	10ms	1.5 倍直流超 配	IP65
	ET 系列	5-10KW	25A	未提及	未提及	未提及	180-600V	98.20%	10ms	1.3 倍超配输 入	IP66
	ET 系列	15-30KW	50A	未提及	未提及	未提及	200-800V	98.00%	10ms	短时间 1.6 倍 输出	IP66

资料来源：德业股份官网，锦浪科技官网，艾罗能源官网，固德威官网，天风证券研究所

3. 盈利预测与估值

行业需求层面，往后看，我们预计亚非拉市场的光伏、储能需求存在持续增长的可能性。而从供给层面，我们认为公司优势不仅在于其过往在亚非拉市场的销售渠道布局，更重要的是对亚非拉户储市场底层需求的挖掘能力（如低压系统对应的经济性和可扩展能力，以及弱电网背景下户储系统的离网运行能力）。

基于公司 24 年前三季度营业收入、归母净利润，考虑后续亚非拉户用光储需求向上的持续性、以及公司自身产品优势，我们上调公司 24-26 年营业收入至 114、162、210 亿元（原值为 24-26 年 100.8、126.0、155.0 亿元）；归母净利润 30.4、41.1、52.9 亿元（原值为 24-26 年 22.7、30.3、38.9 亿元），yoy+69.47%/+35.32%/+28.77%，对应当前估值 20、15、11X PE，上调为“买入”评级。

4. 风险提示

政策风险：若新能源相关鼓励政策发生较大调整，可能会对公司业务发展带来一定影响；

毛利率下降的风险：原材料价格上涨等原因将可能导致公司产品面临毛利率下降的风险；

竞争加剧：储能、逆变器行业竞争者较多，产能扩张旺盛，若竞争进一步加剧，将对公司的盈利能力产生影响。

国际贸易及行业政策变动风险：全球光储受政策驱动较强，若各国补贴政策退坡，终端需求可能受影响，从而影响公司业绩。

核心原材料供应风险：受疫情影响，全球贸易环境、原材料生产商产能均有一定变化，公司产品使用的主要原材料-半导体器件存在一定的供应不足和价格波动风险，将对公司的盈利能力产生一定影响。

文中测算具有一定的主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,175.78	2,977.91	3,433.18	5,918.38	7,933.14	营业收入	5,955.52	7,479.71	11,443.95	16,184.92	21,040.39
应收票据及应收账款	558.61	571.22	1,157.41	1,287.35	1,890.84	营业成本	3,690.37	4,456.80	6,751.93	9,828.29	13,045.04
预付账款	20.65	17.85	40.47	44.42	68.26	营业税金及附加	23.19	57.40	80.11	113.29	147.28
存货	865.45	754.00	1,699.43	1,871.85	2,868.29	销售费用	156.57	278.22	354.76	534.10	673.29
其他	3,139.58	3,611.03	3,146.33	3,573.78	3,507.39	管理费用	148.01	238.54	331.87	469.36	547.05
流动资产合计	6,760.08	7,932.01	9,476.83	12,695.79	16,267.92	研发费用	287.24	436.40	526.42	760.69	946.82
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(152.78)	(214.28)	(264.27)	(401.80)	(584.93)
固定资产	1,031.12	1,723.51	2,058.83	2,517.12	2,910.13	资产/信用减值损失	(28.25)	(59.92)	(55.00)	(60.00)	(60.00)
在建工程	462.77	287.81	380.69	339.18	297.98	公允价值变动收益	(33.37)	3.39	(27.82)	9.39	3.01
无形资产	147.19	199.60	237.03	280.70	318.01	投资净收益	(10.80)	(121.49)	(38.61)	(38.61)	(38.61)
其他	106.33	674.45	288.89	331.39	393.85	其他	118.90	307.05	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,747.41	2,885.38	2,965.44	3,468.40	3,919.97	营业利润	1,756.44	2,097.61	3,541.69	4,791.75	6,170.24
资产总计	8,507.48	10,817.38	12,442.27	16,164.19	20,187.89	营业外收入	0.48	0.62	0.55	0.59	0.57
短期借款	1,258.81	2,422.91	1,939.59	1,000.00	1,000.00	营业外支出	2.79	1.93	2.36	2.15	2.26
应付票据及应付账款	2,090.63	1,690.64	2,500.20	4,476.90	5,405.36	利润总额	1,754.13	2,096.30	3,539.87	4,790.19	6,168.55
其他	310.18	865.55	623.27	974.91	1,064.16	所得税	230.66	305.31	495.58	670.63	863.60
流动负债合计	3,659.62	4,979.10	5,063.06	6,451.81	7,469.52	净利润	1,523.47	1,790.99	3,044.29	4,119.56	5,304.95
长期借款	530.44	300.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	6.06	0.00	9.13	12.36	15.91
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,517.41	1,790.99	3,035.16	4,107.20	5,289.04
其他	35.15	115.92	64.21	71.76	83.96	每股收益(元)	2.35	2.78	4.70	6.36	8.20
非流动负债合计	565.59	415.92	64.21	71.76	83.96						
负债合计	4,417.63	5,585.95	5,127.27	6,523.57	7,553.48	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	27.32	0.00	5.21	12.25	21.32	成长能力					
股本	238.93	430.08	645.29	645.29	645.29	营业收入	42.89%	25.59%	53.00%	41.43%	30.00%
资本公积	1,412.49	1,337.54	1,337.54	1,337.54	1,337.54	营业利润	167.53%	19.42%	68.84%	35.30%	28.77%
留存收益	2,411.10	3,663.82	5,393.63	7,734.43	10,748.78	归属于母公司净利润	162.28%	18.03%	69.47%	35.32%	28.77%
其他	0.00	(200.01)	(66.67)	(88.89)	(118.52)	获利能力					
股东权益合计	4,089.85	5,231.43	7,315.00	9,640.62	12,634.41	毛利率	38.03%	40.41%	41.00%	39.28%	38.00%
负债和股东权益总计	8,507.48	10,817.38	12,442.27	16,164.19	20,187.89	净利率	25.48%	23.94%	26.52%	25.38%	25.14%
						ROE	37.35%	34.24%	41.52%	42.66%	41.93%
						ROIC	337.23%	67.81%	100.76%	99.28%	177.78%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	51.93%	51.64%	41.21%	40.36%	37.42%
净利润	1,523.47	1,790.99	3,035.16	4,107.20	5,289.04	净负债率	-8.91%	4.60%	-18.04%	-48.63%	-52.50%
折旧摊销	66.06	134.82	160.15	195.00	227.91	流动比率	1.75	1.53	1.87	1.97	2.18
财务费用	(110.00)	(109.91)	(264.27)	(401.80)	(584.93)	速动比率	1.53	1.39	1.54	1.68	1.79
投资损失	10.80	121.49	38.61	38.61	38.61	营运能力					
营运资金变动	(1,140.47)	(292.81)	(126.49)	1,509.63	(640.88)	应收账款周转率	14.27	13.24	13.24	13.24	13.24
其它	1,853.78	436.40	(18.69)	21.75	18.93	存货周转率	9.01	9.24	9.33	9.06	8.88
经营活动现金流	2,203.64	2,080.97	2,824.48	5,470.40	4,348.68	总资产周转率	0.96	0.77	0.98	1.13	1.16
资本支出	833.37	596.19	677.49	647.90	604.82	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	2.35	2.78	4.70	6.36	8.20
其他	(4,051.02)	(2,320.40)	(1,244.78)	(1,358.15)	(1,282.04)	每股经营现金流	3.41	3.22	4.38	8.48	6.74
投资活动现金流	(3,217.65)	(1,724.21)	(567.29)	(710.25)	(677.22)	每股净资产	6.30	8.11	11.33	14.92	19.55
债权融资	1,960.63	1,621.86	(841.19)	(481.01)	654.45	估值比率					
股权融资	(430.28)	(986.98)	(960.72)	(1,793.94)	(2,311.16)	市盈率	39.28	33.28	19.64	14.51	11.27
其他	62.24	(812.76)	0.00	0.00	(0.00)	市净率	14.67	11.39	8.15	6.19	4.73
筹资活动现金流	1,592.59	(177.88)	(1,801.91)	(2,274.95)	(1,656.71)	EV/EBITDA	39.55	13.52	15.84	11.22	8.55
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	40.72	14.13	16.59	11.71	8.89
现金净增加额	578.58	178.87	455.28	2,485.20	2,014.76						

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com