

审慎推荐-A (首次)

方正电机 002196.SZ

目标估值: 34-34 元

当前股价: 29.85 元

2016 年 06 月 02 日

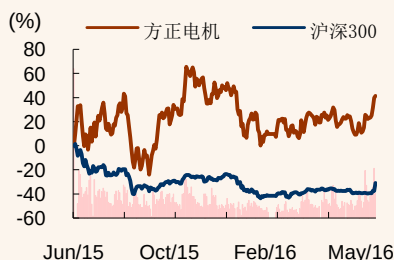
布局新能源汽车动力总成，劲享市场成长

基础数据

上证综指	2925
总股本(万股)	26524
已上市流通股(万股)	9912
总市值(亿元)	79
流通市值(亿元)	30
每股净资产(MRQ)	8.4
ROE(TTM)	3.2
资产负债率	19.2%
主要股东	张敏
主要股东持股比例	17.66%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	5	56
相对表现	3	11	88



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

胡毅

huyi3@cmschina.com.cn
S1090515080003

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

方正电机主营业务从事于微型电机产品的研发和制造，多年经营沉淀丰富的电机产品产业化生产管理的能力。与此同时，方正电机通过外延收购，全面建立了服务于下游各类新能源汽车车型的产品系列，并在各个细分市场有良好的客户关系。受益于新公司并表和新能源汽车驱动电机业务快速发展带来的业绩增长，我们预计方正电机 2016 年~2018 年 EPS 为 0.68, 0.90 和 1.15。考虑到方正电机下游放量的客户集中于纯电动乘用车和专用车市场，且电机电控行业估值中枢提升带来的公司估值水平提升，50 倍估值，目标价 34 元，审慎推荐-A 评级。

- **专注电机制造，从家电电机走向汽车电机。**方正电机主营业务从事于微型电机产品的研发和制造，多年经营沉淀丰富的电机产品产业化生产的管理能力。
- **构建新能源汽车动力总成系统核心竞争力。**方正电机通过外延收购深圳高科润、上海海能及杭州德沃仕，全面构建了具备服务于纯电动客车、混合动力客车、纯电动乘用车/专用车、混动乘用车及纯电动低速电动车的产品系列，并在各个细分市场有合作客户。综合的产品能力能够使公司满足下游市场的多类型的需求，同时与优质客户合作带来示范效应，从而使方正电机更全面的受益于行业发展所带来的机遇。
- **纯电动乘用车和专用车市场爆发式增长带动公司 2016 年业绩快速提升。**方正电机全资子公司杭州德沃仕与杭州众泰、南京越博等纯电动乘用车和专用车的生产企业和动力系统集成商建立紧密合作关系，我们预计 2016 年该市场为增量市场中成长速度最快的细分领域。而方正电机 2015 年电机业务基数较低，所以公司新能源汽车驱动电机业务业绩将有望呈现爆发式增长。
- **首次给予“审慎推荐-A”评级。**受益于新公司并表和新能源汽车驱动电机业务快速发展带来的业绩增长，我们预计方正电机 2016 年~2017 年 EPS 为 0.68, 0.90。考虑到方正电机下游放量的客户集中于纯电动乘用车和专用车市场，增速领先与新能源汽车板块的增速，且电机电控行业估值中枢提升带来的公司估值水平提升，50 倍估值，目标价 34 元，审慎推荐-A 评级。
- **风险提示：**行业下游需求增速低于预期；公司客户开发速度低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	622	794	1410	1785	2230
同比增长	28%	28%	77%	27%	25%
营业利润(百万元)	5	60	203	272	347
同比增长	-206%	1207%	236%	34%	28%
净利润(百万元)	10	59	181	240	304
同比增长	87%	480%	207%	32%	27%
每股收益(元)	0.06	0.35	0.68	0.90	1.15
PE	501.1	86.0	43.7	33.0	26.1
PB	6.3	2.3	3.3	3.1	2.8

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

专注电机制造，从家电电机走向汽车电机.....	4
布局新能源汽车驱动电机系统，构建产业链，升级盈利水平	5
全面出击新能源汽车动力总成，劲享受行业高速增长.....	7
国内新能源汽车动力总成下游应用进入转换期	7
方正电机着力增量市场，推动公司业务由小到大	8
公司重点子公司经营说明.....	10
重点子公司说明—上海海能	10
重点子公司说明—德沃仕	12
重点子公司说明—高科润	13
方正电机 PE-PB Band	14

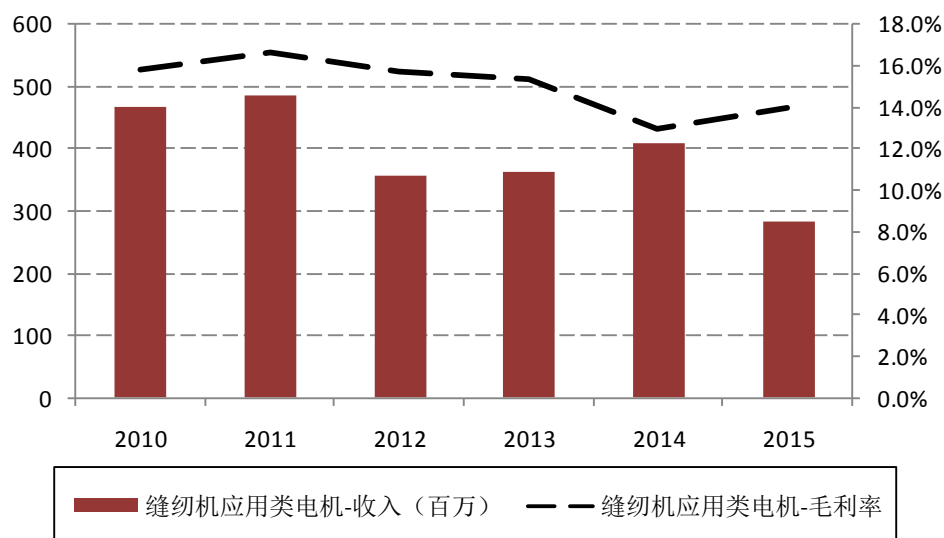
图表目录

图 1: 方正电机传统业务下滑催生公司新业务布局	4
图 2: 方正电机 2014 年收入结构	4
图 3: 2014 年各个公司产业毛利率比较 (方正电机、上海还能、杭州德沃仕)	5
图 4: 方正电机通过收购布局全系类新能源汽车驱动电机	6
图 5: 方正电机股权结构及主要子公司 (2016 年 3 月)	6
图 6: 2013~2015 年国内新能源汽车产量情况	7
图 7: 2013~2015 年国内新能源汽车产量情况	7
图 8: 2013~2015 年国内新能源汽车产量情况	8
图 9: 上海海能混合动力汽车总成控制系统产品及功能	9
图 10: 方正电机动力总成业务架构	10
图 11: 上海海能主要业务构成	11
图 12: 海能动力系统发展历程	12
图 13: 海能控制类主要产品	12
图 14: 德沃仕电机产品	13
图 15: 方正电机历史 PE Band	14
图 16: 方正电机历史 PB Band	14
表 1: 方正电机新能源汽车驱动电机产品布局	5
表 2: 德沃仕电机产品种类及主要客户	8
表 3: 子公司业绩承诺及实现情况	10
表 4: 上海海能营收情况 (单位, 百万元)	11
表 5: 高科润主要产品及应用领域	13
表 6: 高科润具备丰厚电动车电控技术积累	14
附: 财务预测表	15

专注电机制造，从家电电机走向汽车电机

方正电机是国内微型特种电机（主要为缝纫机马达）的制造龙头，全球市占率在 45% 左右。2013 年之后，由于下游需求趋于萎缩，公司缝纫机应用类电机收入和盈利出现下滑，公司于 2014 年通过收购深圳高科润、湖北钱潮汽车零部件，同时原有业务进行积极条调整，在智能控制器和汽车用特微电机领域找到了新的增长点。

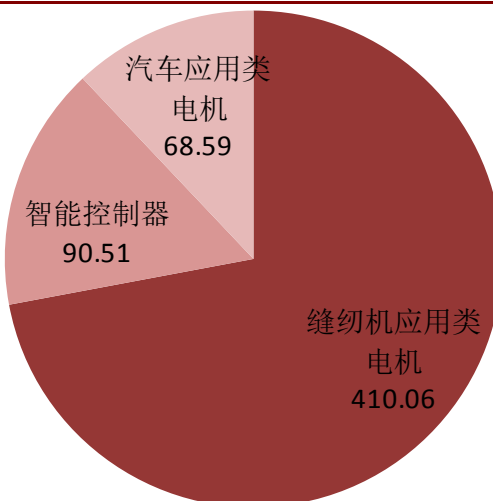
图 1：方正电机传统业务下滑催生公司新业务布局



资料来源：Wind，招商证券

汽车电机和控制器业务正在成长。2014 年，公司汽车用特微电机业务增长迅猛，年产量超过 180 万台套，公司产品已经成功进入一汽大众、丰田等国际知名品牌供应链。与此同时，公司利用新技术平台，重点开展汽车座椅前提升和后提升电机的研发，该项目产品主要配置丰田凯美瑞、荣威、别克凯越等中高档轿车。公司收购的深圳高科润，在电机控制器方面技术积累深厚，而湖北钱潮汽车零部件有限公司主要从事汽车雨刮器总成；汽车制动阀系列产品及其他汽车零部件产品的开发、制造、销售。所以 2014 年新业务的拓展和外延发展新技术新产品的纳入，推动公司产品走向多元。

图 2：方正电机 2014 年收入结构

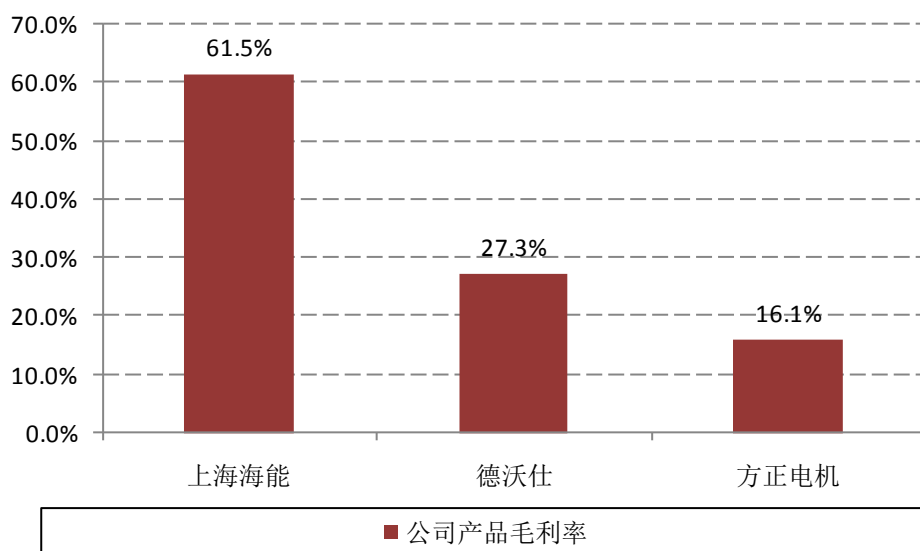


资料来源：Wind，招商证券

布局新能源汽车驱动电机系统，构建产业链，升级盈利水平

2015 年，公司在延续本部电机业务向新能源汽车驱动电机市场延伸方向的同时，通过外延式发展收购上海海能和杭州德沃仕 100% 股权，全面构建新能源汽车驱动电机产业链。新业务的纳入，提高了公司整体毛利率水平，

图 3：2014 年各个公司产品毛利率比较（方正电机、上海海能、杭州德沃仕）



资料来源：Wind，公司公告，招商证券

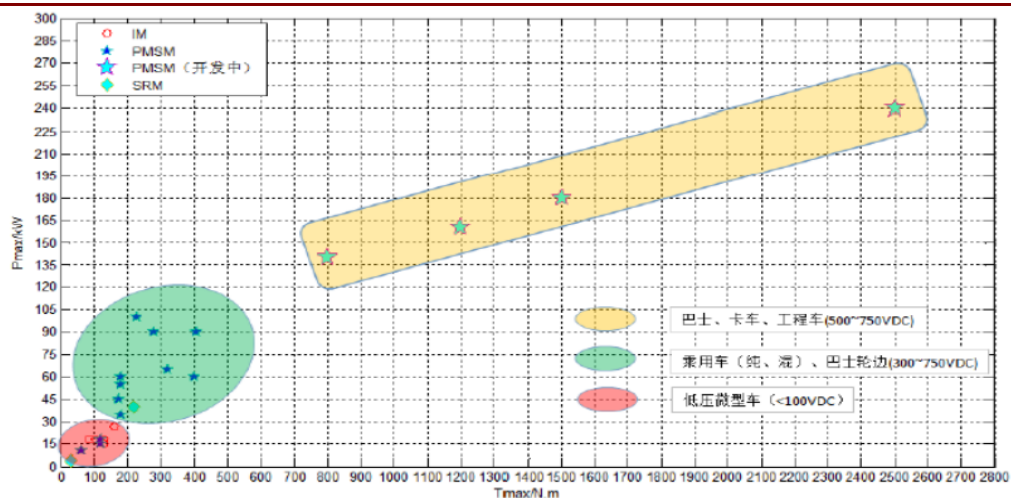
另外，通过业务整合，方正电机已经具备各类车型驱动电机的生产能力，产业链综合的产品系列布局，使方正电机具备满足各类下游用户的电机及动力总成配套需求。

表 1：方正电机新能源汽车驱动电机产品布局

下游应用市场	代表配套企业	下游客户举例
纯电动客车	上海海能、杭州德沃仕	宇通等
混合动力客车	上海海能	恒通等
纯电动乘用车	方正电机/杭州德沃仕	众泰等
插电混动乘用车	杭州德沃仕	吉利等
物流车	杭州德沃仕	南京越博等
低速电动车	方正电机	河北御捷等
低速车配套电机控制器	高科润	河北御捷等

资料来源：公司公告，招商证券

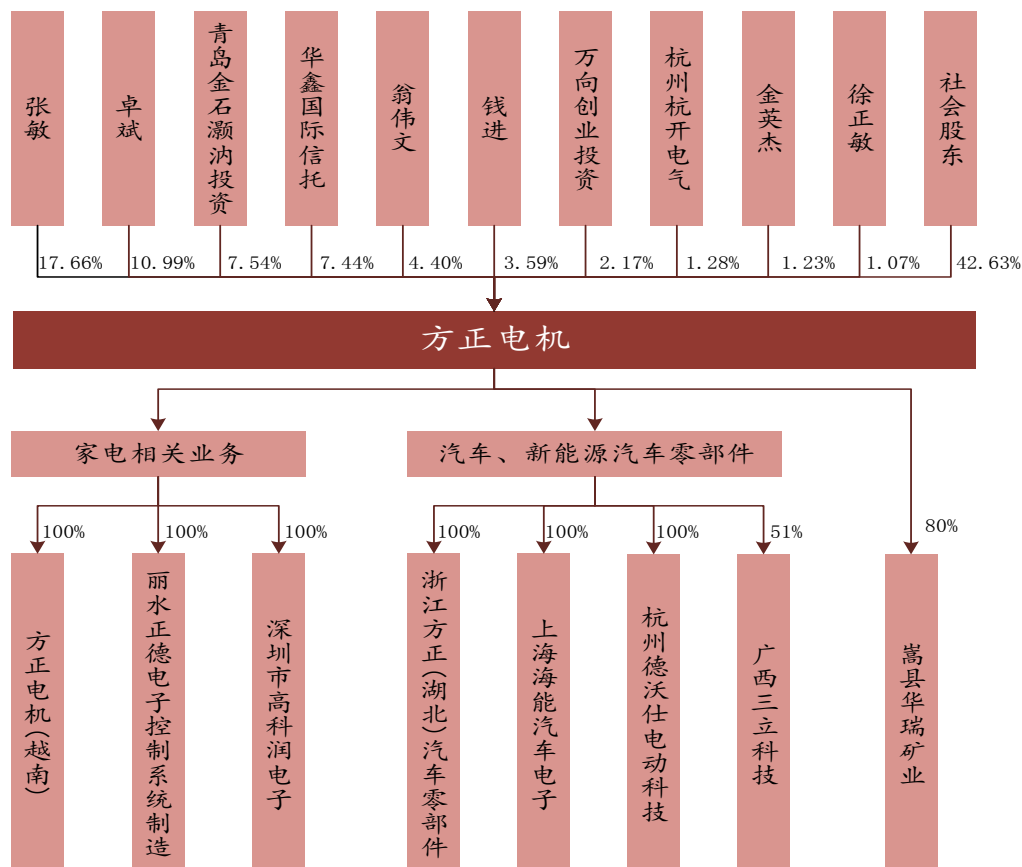
图 4. 方正电机通过收购布局全系类新能源汽车驱动电机



资料来源：公司公告、招商证券

发挥企业竞争优势，专注电机产业链市场开拓和企业能力构建。方正电机传统电机业务多年的经营，使公司中沉淀大量工业化生产所需要现场管理能力、供应链管理能力和大量人才。新业务的推出，为公司盈利持续改善，并培养新的发展方向奠定基础。电机产品作为高效的能源转换器，已大量应用于各类电气设备。方正电机专注且深耕电机市场，特别是在电机应用新型市场的探索 and 机会挖掘，将推动公司经营不断成长。

图 5. 方正电机股权结构及主要子公司（2016 年 3 月）



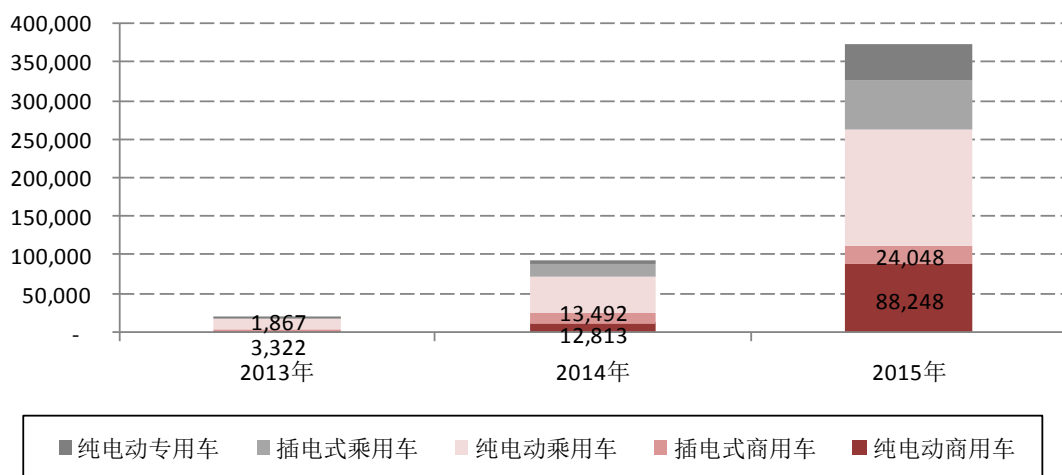
资料来源：公司公告、招商证券

全面出击新能源汽车动力总成，劲享受行业高速增长

国内新能源汽车动力总成下游应用进入转换期

自 2013 年我国新能源汽车行业进入第二轮推广期，新能源汽车产销量呈现高速发展的状态。中央政府非常重视新能源汽车产品的推广，所以在政府补贴和政策扶持下，新能源商用车成为最先发现的新能源汽车类型。众所周知，该车型可用于城市公交等市场，在节能环保的同时，能够对社会形成良好的示范效应。

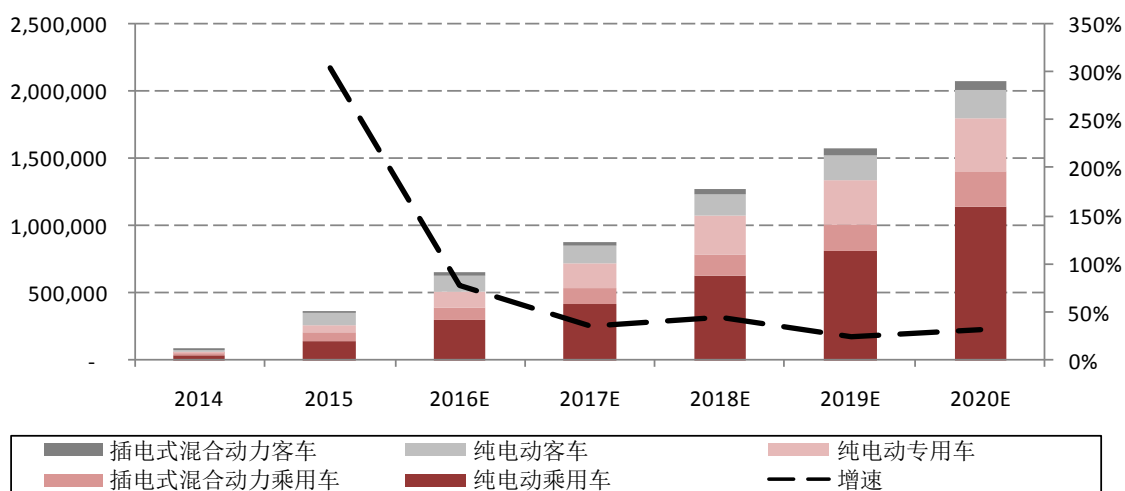
图 6：2013~2015 年国内新能源汽车产量情况



资料来源：工信部，招商证券

但是需要指出的是，由于新能源商用车补贴金额大，过去三年政府花费大量的资金用于新能源商用车的采购。随着新能源汽车产业的发展，私人用车市场和劳动工具用车市场已逐渐培养起来，所以国家将会在财政补贴金额控制的情况下，进行新能源汽车推广产品结构的调整。参考国家 2020 年目标实现 500 万新能源汽车保有量，我们认为乘用车和以物流车为代表的专用车有望使 2016 年发展速度最快的车型，同时在未来几年推广规模占比也呈现趋势性上升的状态。

图 7：2013~2015 年国内新能源汽车产量情况

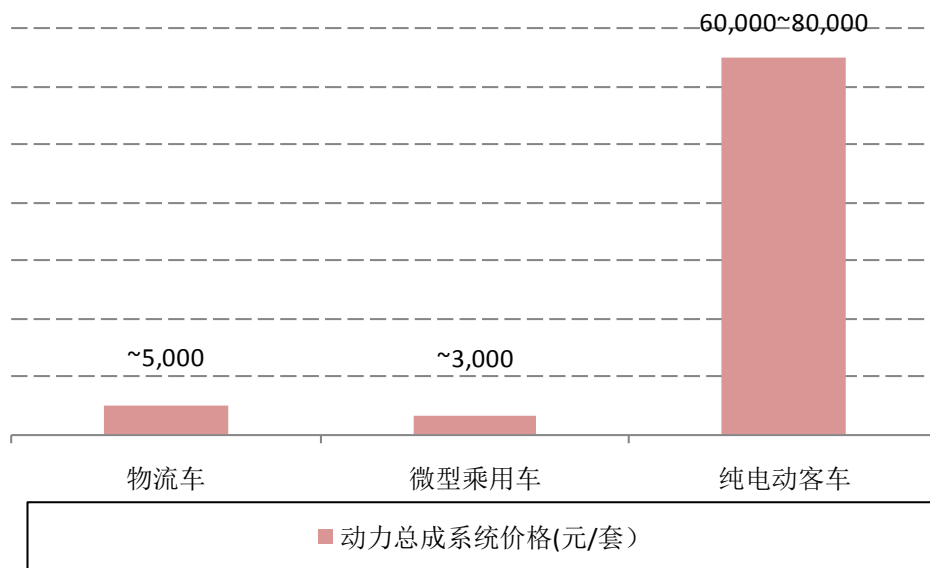


资料来源：工信部，招商证券

方正电机着力增量市场，推动公司业务由小到大

从 2016 年预期的新能源汽车销量结构中，乘用车和以物流车为代表的专用车将是增速最大的车型。但是需要强调的是，由于乘用车（特别是微型乘用车）和物流车所使用电机功率较小，使用环境简单，同时下游客户对于产品价格的敏感度远高于商用车，所以在纯电动客车动力总成单套价值量远大于乘用车和物流车。

图 8：2013~2015 年国内新能源汽车产量情况



资料来源：工信部，招商证券

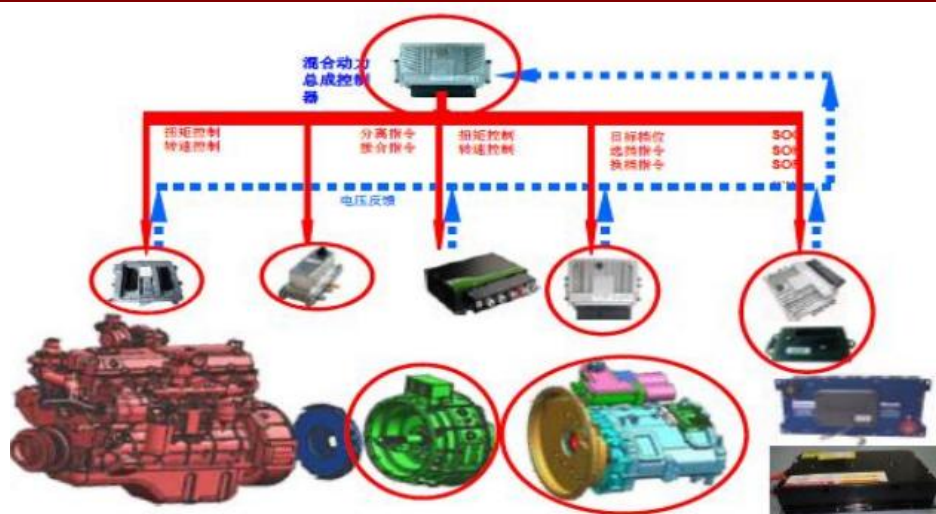
不同于其他企业，方正电机在新能源汽车驱动电机业务的发展，对于公司业务贡献来看，是以一个基数很低的增量业务。在行业增速结构发生变化的情况下，方正电机短期放量业务瞄准微型乘用车和专用车市场，从而带动公司电机业务实现较大幅度的增长。另一方面，方正电机全资控股的子公司杭州德沃仕和上海海能，积极与宇通、银隆等客车市场合作，拓展纯电动客车、轮边电机驱动客车以及混动客车，从而加速公司电机驱动器业务的增速。

表 2：德沃仕电机产品种类及主要客户

产品	应用领域或产品	目前所处阶段	主要配套车型
7.5KW 异步电机	新能源乘用车	批量生产	雷丁 D60
9KW 异步电机	新能源乘用车	批量生产	众泰 E20
10KW 异步电机	新能源乘用车	批量生产	众泰云 100
13.5KW 异步电机	新能源乘用车	批量生产	众泰云 100、芝麻 E30
18KW 永磁同步电机	新能源物流车	批量生产	
	新能源乘用车		
35KW 永磁同步轮边	新能源客车	样件路试	宇通客车
30KW 永磁同步电机	新能源物流车	批量生产	众泰 V10
45KW 永磁同步电机	新能源中巴车	样件路试	

资料来源：并购说明书、招商证券

图 9：上海海能混合动力汽车总成控制系统产品及功能



资料来源：工信部，招商证券

公司重点子公司经营说明

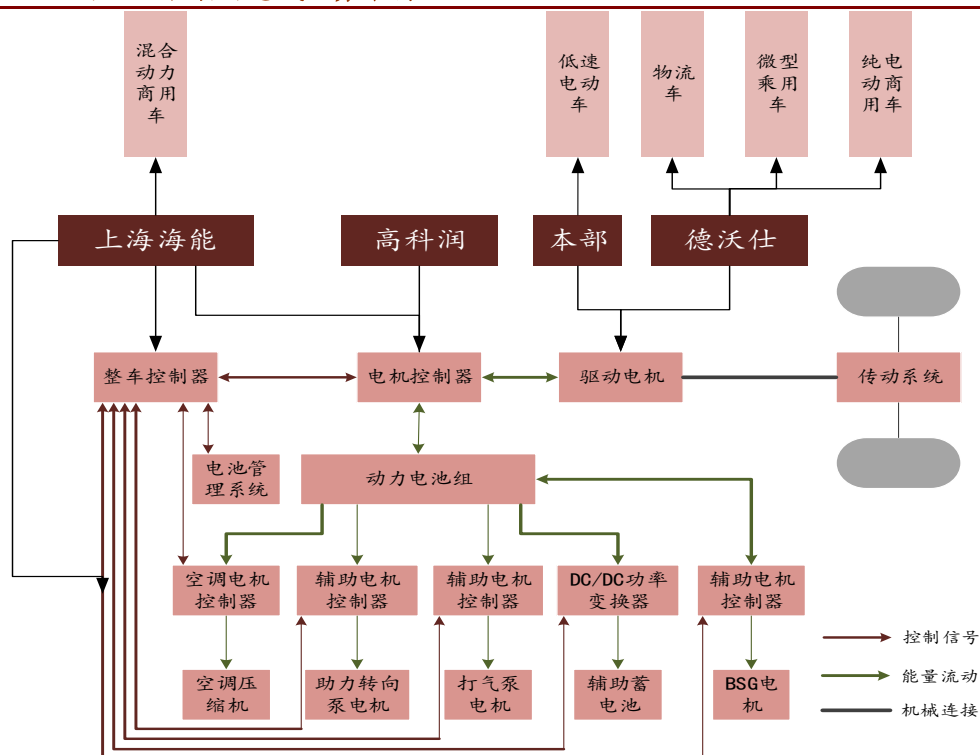
方正电机在围绕传统业务开展市场扩张的同时，2014 年和 2015 年先后收购了深圳高科润、上海海能以及杭州德沃仕等对公司业绩带来实质性贡献的新公司。新公司的业绩承诺为方正电机业绩增长奠定底数，而各个业务整合实现的“1+1>2”，则对公司未来长期良好发展带来可能。

表 3：子公司业绩承诺及实现情况

单位：万元	深圳高科润	上海海能	杭州德沃仕	总计
2015 年业绩承诺	2000	7600	1650	11250
2015 年最终实现	2493	7630	1684	11807
2016 年业绩承诺	2200	8000	2400	12600
2017 年业绩承诺		8400	3500	11900

资料来源：公司公告、招商证券

图 10：方正电机动力总成业务架构

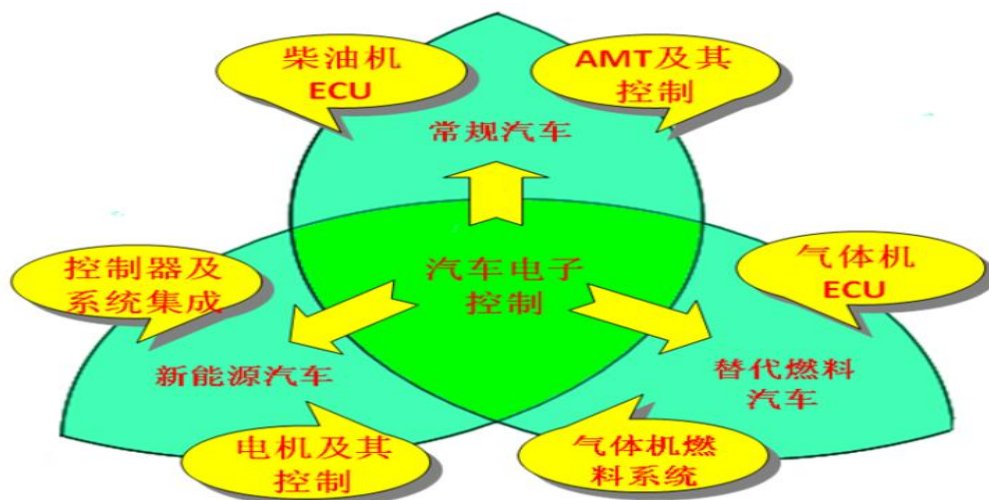


资料来源：公司公告、招商证券

重点子公司说明—上海海能

上海海能是汽车电子控制领域专家。上海海能自成立以来一直专注于汽车动力总成电子控制类产品的研发、生产及销售业务，主要产品包括柴油发动机控制类产品（含 ECU 与 DCU）、气体发动机控制类产品（GCU）、新能源汽车控制类产品（HPT）、自动变速箱类产品（AMT）等。

图 11 .上海海能主要业务构成



资料来源：并购说明书、招商证券

盈利能力强。海能 13、14、15 年分别实现营收 1.26、1.79、2.04 万元，收入增长率分别是 42%、14%。15 年净利润 0.81 亿元，净利率为 39.67%。目前收入主要来自柴油发动机以及气体发动机控制类产品，新能源汽车控制类产品受益于行业成长，将逐步成为业绩主要贡献。

表 4: 上海海能营收情况（单位，百万元）

产品类别	2013	2014	2015Q1
柴油发动机控制类产品	22.43	51.38	20.44
气体发动机控制类产品	71.85	119.97	14.02
新能源汽车控制类产品	31.78	7.89	1.95

资料来源：并购说明书、招商证券

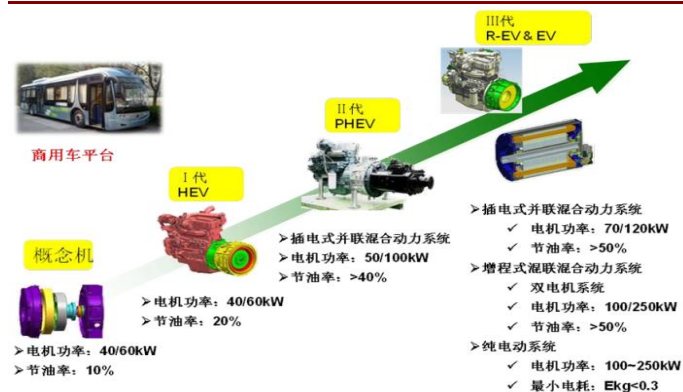
有一定客户积累。海能目前最主要的客户是玉柴集团，玉柴集团平均贡献公司 90%以上的收入，对公司三类产品均有需求，形成了良好的合作关系。另外公司主要客户还包括广汽、上海电驱动、杭州固卓汽车配件、上海万象、郑州华龙等。

技术团队优秀，部分细分领域竞争力突出。上海海能技术团队以国内汽车动力控制领域知名专家卓斌先生为核心，以上海交通大学毕业的博士及硕士为骨干力量。公司在内燃机尤其是柴油机电子控制领域及新能源汽车动力及整车控制领域具有显著的竞争优势，在国内自主品牌中 ECU 与商用车 GCU 市场占有率最大。并且公司是国内少数实现 AMT 自动变速箱产业化及国内新能源汽车动力总成与整车控制系统市场份额领先的优质企业。

另，汽车控制领域新能源汽车与传统汽车控制具有技术同源性，公司在控制领域的竞争力是十分突出的。

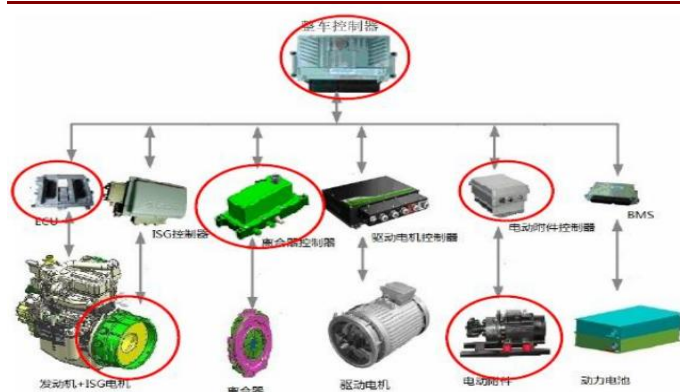
新能源汽车控制类产品是海能未来方向。海能电控基础深厚，新能源汽车控制类产品主要是动力总成控制器、整车控制器、离合器控制器、电动附件控制器及相应的执行机构等。海能是国内较少具备新能源汽车动力系统集成能力的第三方供应商之一，产品覆盖纯电动汽车、混合动力汽车等新能源车型。

图 12. 海能动力系统发展历程



资料来源：并购说明书、招商证券

图 13. 海能控制类主要产品



资料来源：并购说明书、招商证券

产品覆盖新能源汽车主流路线。公司新能源汽车控制类产品覆盖混合动力及纯电动车，其中混合动力包含并联式和混连式两种主流路线，具备相应的总成控制产品，整车控制产品，其他细分控制产品以及相应的集成能力。

海能传统汽车领域，ECU、GCU 产品前景同样可观。公司是国内最早实现 ECU 批产的自主品牌企业，已累计生产和配套应用 ECU 超过 7 万套，自主品牌中市场占有率第一。上海海能的 ECU 产品发动机控制能实现 20 种以上的功能，整车控制能实现 30 种以上的功能。两类产品具备很强的竞争力，市场需求客观，能为公司持续带来收益。

重点子公司说明—德沃仕

杭州德沃仕成立于 2012 年，主要产品为永磁同步电机、异步电机，广泛应用于各类新能源驱动的乘用车、商用车、专用车等，公司目前已成为多家国内大型车企的供应商。

德沃仕身处杭州，在业务发展初期与杭州众泰在区域上有天然的合作优势。目前德沃仕针对众泰企业的多款产品开发并独家供应驱动电机，众泰汽车作为全国 2015 年纯电动乘用车畅销车型生产企业，在行业销量中占据重要地位。所以随着众泰车型的丰富和销量的提升，对杭州德沃仕出货量提振有重要作用。

而德沃仕具有竞争力的产品研发和市场开拓能力，使德沃仕的发展先后进入吉利、宇通、上汽、北汽等新客户的供应商序列及潜在供应商序列，其中涉及 A 及以上的纯电动乘用车、混动乘用车，以及纯电大巴等。

另外，据我们调研了解，当前公司产能主要是小电机产品，手动生产线有 5 条，半自动生产线有 2 条。总产能可以年化到 13 万套。而公司大电机现在只有一条生产线，2016 年年底将有一条全自动进口电机生产线到位，届时公司的电机生产效率和产品质量也将得到进一步提升。

图 14. 德沃仕电机产品



资料来源：公司网站、招商证券

重点子公司说明—高科润

高科润主营业务主要是智能控制器，下游涉及领域较广。产品包括家用电器智能控制器、工业设备及电动工具智能控制器、智能建筑与安防智能控制器、汽车电子智能控制器等。

其中，家用电器和工业设备与电动工具仍是收入主要贡献，占比合计在 90%左右。

表 5: 高科润主要产品及应用领域

下游应用领域	主要产品
家用电器	空调类、洗碗机、空调类、洗碗机、家用吸尘器、电磁炉、壁炉、电熨斗、热水器、冰箱、洗衣机等产品智能控制器
工业设备与电动工具	工业缝纫机、工业吸尘器、搅拌机、水泵等产品智能控制器
智能建筑与安防	智能照明开关、安防、消防等产品智能控制器
汽车电子	汽车动平衡仪、汽车空调、电动汽车驱动电机等产品智能控制器

资料来源：并购说明书、招商证券

与方正合作较早，储备了大量电动车驱动电机技术。智能控制器涉及直流变频控制、工业直流变频控制、工业矢量控制、步进驱动控制、嵌入式系统设计等技术，为公司电动车电机控制技术打下基础。方正与高科润 2011 年开始合作开发驱动电机系统，产品以度过前开发阶段，目前具备量产能力。方正主要负责电机研发生产，高科润负责配套控制器。

目前已完成 3-45KW 系列电机及配套控制器的研发和样件制造，产品覆盖混合动力车、低速电动车和纯电动汽车。

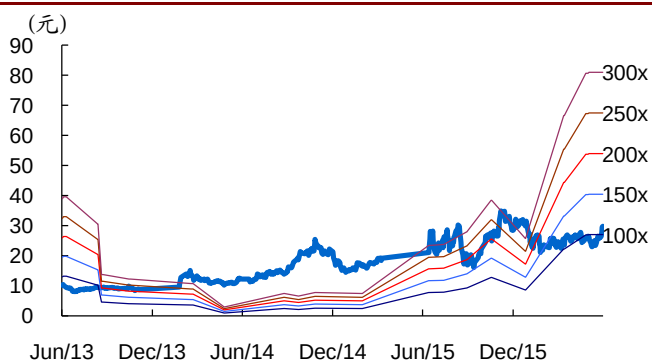
表 6：高科润具备丰厚电动车电控技术积累

技术名称	应用领域或产品	目前所处阶段
无位置 180 度正弦波控制	变频空调，变频冰箱	已产业化
单电阻采样，空间磁场定向矢量控制	高压电机	已产业化
锂电控制	手持式吸尘器	已产业化
方波转矩自适应控制	低压（DC24V）电机	产业化前期
方波带转矩补偿无位置控制	抽油烟机	产业化前期
高功率密度功率模块	电动汽车驱动电机	产业化前期
功率耗散及热管理技术	电动汽车驱动电机	产业化前期
制动力分配及制动能量回收研究	电动汽车驱动电机	产业化前期
密封结构设计	电动汽车驱动电机	产业化前期
无线低功耗传输组网技术	智能建筑及安防	正在研究之中
基于物联网数字家园和楼宇安全控制系统	智能建筑及安防	正在研究之中

资料来源：并购说明书、招商证券

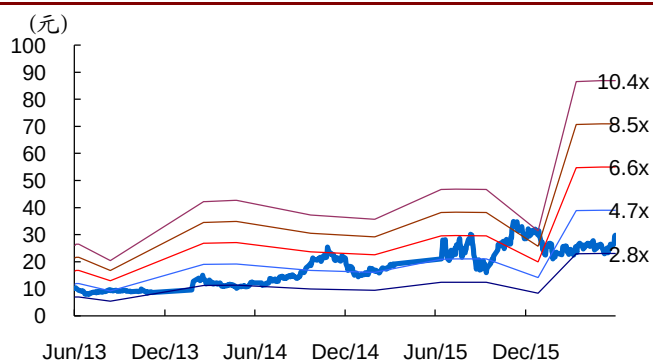
方正电机 PE-PB Band

图 15：方正电机历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 16：方正电机历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	746	1055	1284	1557	1918
现金	221	246	303	397	503
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	12	74	131	165	206
应收款项	186	299	230	247	309
其它应收款	10	9	15	19	24
存货	248	288	454	571	709
其他	69	139	151	158	167
非流动资产	526	1706	1746	1768	1799
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	281	322	390	440	487
无形资产	92	120	108	97	87
其他	153	1264	1248	1231	1224
资产总计	1272	2761	3030	3325	3717
流动负债	436	449	537	627	768
短期借款	150	114	29	0	0
应付账款	192	213	347	436	542
预收账款	7	5	8	10	13
其他	88	117	153	181	213
长期负债	18	68	68	68	68
长期借款	0	0	0	0	0
其他	18	68	68	68	68
负债合计	455	518	605	696	837
股本	171	265	265	265	265
资本公积金	544	1814	1814	1814	1814
留存收益	92	133	299	492	733
少数股东权益	11	31	46	58	67
归属于母公司所有者权益	806	2213	2378	2571	2813
负债及权益合计	1272	2761	3030	3325	3717

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	70	37	230	219	232
净利润	10	59	181	240	304
折旧摊销	25	32	44	45	45
财务费用	9	7	3	4	5
投资收益	(6)	(11)	(7)	(7)	(7)
营运资金变动	(151)	(166)	74	(81)	(179)
其它	182	115	(65)	19	64
投资活动现金流	(94)	(639)	(66)	(53)	(65)
资本支出	(35)	(72)	(84)	(67)	(76)
其他投资	(59)	(567)	17	14	11
筹资活动现金流	8	617	(106)	(73)	(60)
借款变动	(170)	(802)	(95)	(29)	0
普通股增加	22	95	0	0	0
资本公积增加	171	1271	0	0	0
股利分配	(15)	(1)	(15)	(47)	(62)
其他	1	55	4	3	2
现金净增加额	(16)	15	57	93	107

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	622	794	1410	1785	2230
营业成本	522	650	1056	1328	1650
营业税金及附加	3	3	6	7	9
营业费用	17	16	29	36	45
管理费用	70	76	120	144	180
财务费用	8	2	3	4	5
资产减值损失	4	(6)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	7	7	7	7
营业利润	5	60	203	272	347
营业外收入	10	8	8	8	8
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	12	67	210	278	354
所得税	2	10	30	41	52
净利润	10	57	179	238	302
少数股东损益	0	(2)	(2)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	10	59	181	240	304
EPS (元)	0.06	0.35	0.68	0.90	1.15

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	28%	28%	77%	27%	25%
营业利润	-206%	1207%	236%	34%	28%
净利润	87%	480%	207%	32%	27%
获利能力					
毛利率	16.1%	18.2%	25.1%	25.6%	26.0%
净利率	1.6%	7.4%	12.9%	13.4%	13.6%
ROE	1.3%	2.7%	7.6%	9.3%	10.8%
ROIC	0.9%	2.2%	7.1%	8.9%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	35.7%	18.8%	20.0%	20.9%	22.5%
净负债比率	11.8%	4.5%	0.9%	0.0%	0.0%
流动比率	1.7	2.3	2.4	2.5	2.5
速动比率	1.1	1.7	1.5	1.6	1.6
营运能力					
资产周转率	0.5	0.3	0.5	0.5	0.6
存货周转率	2.4	2.4	2.8	2.6	2.6
应收帐款周转率	4.2	3.3	5.3	7.5	8.0
应付帐款周转率	3.6	3.2	3.8	3.4	3.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.06	0.35	0.68	0.90	1.15
每股经营现金	0.41	0.22	0.87	0.82	0.87
每股净资产	4.71	13.01	8.97	9.69	10.60
每股股利	0.01	0.09	0.18	0.23	0.30
估值比率					
PE	501.1	86.0	43.7	33.0	26.1
PB	6.3	2.3	3.3	3.1	2.8
EV/EBITDA	2.2	0.9	0.3	0.2	0.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

胡毅：曾就职于力神、中银国际证券，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究储能与新能源电池产业。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究工控自动化与信息化产业。

陈术子：上海交通大学硕士，曾任职于光大证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究新能源行业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。