

振江股份 (603507)

证券研究报告

2022年07月14日

驭“风”前行，国内新型能源系统零部件隐形冠军

振江股份：驭“风”前行，国内新型能源系统零部件隐形冠军

公司成立于 2004 年，是国内专业从事新型能源发电设备钢结构件的领先企业之一。公司生产工序完整，可覆盖风电和光伏设备钢结构件的设计开发等生产全过程。主要产品包括机舱罩、转子房、定子（段）、塔筒等风电设备产品，固定/可调式、追踪式光伏支架等光伏及光热设备产品；紧固件产品主要应用于需提供高品质防松性能行业如汽车、风电光伏等。公司先后与西门子集团、通用电气、ATI 等全球知名企业，以及上海电气、特变电工、阳光电源等国内知名上市公司建立了良好的合作关系。

传统主业保持深厚壁垒，多线程拓展构建新成长曲线

深度绑定全球领先客户，在手订单饱满。凭借持续的技术开发、精确地生产工艺、严格的产品质量控制及有效的企业经营管理，公司与西门子集团、上海电气等全球龙头深度绑定，长期良好的合作关系一方面有助于公司依托龙头客户的发展保障订单稳定、享受行业增长红利，此外伴随着知名度提升，能够有效降低对于新产品、新客户的开拓难度，公司与 Nextracker、Vestas 等高端品牌已实现小批量供货，客户结构得到进一步丰富。外延收购拓宽业务边界，围绕产业链积极布局。公司在稳定发展主业的同时积极在产业链进行延伸拓展，于 2018 年 4 月收购“尚和海工”切入海风安装及运维市场，随后在 2018 年 11 月收购“上海底特”进入中高端紧固件行业，进一步丰富自身在风电领域的产品矩阵，加强产业协同效应，完善产业链布局，开拓公司成长空间。

投资建议

全球能源转型引领产业变革，“风光”等新能源市场有望加速发展。作为国内新型能源系统零部件隐形冠军，公司在深度绑定龙头客户的同时积极拓展新业务领域，有效实现内生外延双轮驱动。公司在手订单充足，新产品及新客户开展顺利，业绩有望快速释放。我们预计公司 22/23/24 年收入 33.3/41.01/49.64 亿元，净利润 2.12/3.37/4.11 亿元，考虑到公司较强的综合竞争实力，并且在未来三年业绩有望保持高速增长，给予公司 2023 年 20 倍估值，对应目标价 53.65 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：国际贸易摩擦及宏观环境影响风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险；商誉大幅减值风险；订单不及预期风险；股价异动风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,931.35	2,424.66	3,330.37	4,101.03	4,963.83
增长率(%)	8.13	25.54	37.35	23.14	21.04
EBITDA(百万元)	440.68	604.66	597.24	743.17	862.37
净利润(百万元)	67.35	179.25	211.99	337.05	410.94
增长率(%)	79.92	166.15	18.27	58.99	21.92
EPS(元/股)	0.54	1.43	1.69	2.68	3.27
市盈率(P/E)	60.12	22.59	19.10	12.01	9.85
市净率(P/B)	2.83	2.51	2.25	1.89	1.58
市销率(P/S)	2.10	1.67	1.22	0.99	0.82
EV/EBITDA	8.41	9.24	8.79	4.89	5.45

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电力设备/风电设备
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	36.44 元
目标价格	53.65 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	125.63
流通 A 股股本(百万股)	124.99
A 股总市值(百万元)	4,578.01
流通 A 股市值(百万元)	4,554.78
每股净资产(元)	13.03
资产负债率(%)	66.97
一年内最高/最低(元)	56.00/18.01

作者

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

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

卢雨婷 联系人
luyuting@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 振江股份：驭“风”前行，国内新型能源系统零部件隐形冠军	4
1.1. 股权结构集中，治理结构稳定	5
1.2. 扎根新型能源零部件领域，持续丰富产品矩阵	5
1.3. 内生外延双轮驱动，盈利能力有望显著提升	9
2. 全球能源革命已成必然趋势，可再生能源开创新纪元	11
3. 传统主业保持深厚壁垒，多线程拓展构建新成长曲线	16
3.1. 深度绑定全球领先客户，在手订单饱满	16
3.2. 积极拓展新业务点，打开向上成长空间	18
4. 投资建议	20
4.1. 盈利预测	20
4.2. 投资建议	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：公司发展阶段一览	5
图 2：公司股权结构（截止于 2022 年一季度）	5
图 3：公司产品主要可划分为风电及光伏设备两类	6
图 4：风电设备零部件构成图示	6
图 5：公司风电设备产品图示	7
图 6：光伏产业链图示	8
图 7：公司光伏设备产品图示	9
图 8：近年来公司营收情况	9
图 9：公司各业务收入占比拆分	9
图 10：风电设备产品收入保持高增速	10
图 11：国内业务占比持续提升	10
图 12：近年来公司利润情况	10
图 13：公司利润率水平变化	10
图 14：公司各项业务毛利率水平	11
图 15：公司费用率得到有效控制	11
图 16：近年来公司各项费用率变动情况	11
图 17：近年来全球风电新增装机容量（GW）	13
图 18：近年来全球风电总装机容量（GW）	13
图 19：2021 年全球风电新增装机结构（按地区）	13
图 20：2021 年全球风电新增装机结构（按国家）	13
图 21：2021 年新增陆风装机结构（按国家）	13
图 22：2021 年累计陆风装机结构（按国家）	13

图 23: 2021 年新增海风装机结构 (按国家)	14
图 24: 2021 年累计海风装机结构 (按国家)	14
图 25: 2022-2026 年全球风电新增装机容量预测 (GW)	15
图 26: 2022-2030 年全球光伏市场规模预测 (GW)	15
图 27: 2022-2030 年中国光伏市场规模预测 (GW)	15
图 28: 2021 年全球风电整机制造商 TOP15.....	16
图 29: 2021 年全球海风新增装机 TOP10	16
图 30: 2021 年中国风电整机制造商新增吊装容量市场份额.....	16
图 31: 2021 年中国海风市场新增装机容量及占比 (单位: 万千瓦)	17
图 32: 2021 年中国海风市场累计装机容量及占比 (单位: 万千瓦)	17
图 33: 公司客户结构.....	17
图 34: 公司历年在手订单情况 (单位: 亿元)	18
图 35: 中国风电运维市场规模预测.....	19
图 36: 国内首座 1200 吨自航自升式风电安装平台 “振江号”	19
图 37: 近三年公司紧固件营收情况.....	20
图 38: 紧固件业务保持较高毛利率水平	20
图 39: 公司盈利预测.....	20
表 1: CO ₂ 排放最高的国家和地区的国家自主贡献承诺水平	11
表 2: 与西门子产品开发过程	18
表 3: 与可比公司估值情况	21

1. 振江股份：驭“风”前行，国内新型能源系统零部件隐形冠军

公司成立于 2004 年，是国内专业从事新型能源发电设备钢结构件的领先企业之一。公司生产工序完整，可覆盖风电和光伏设备钢结构件的设计开发、焊接、机加工和表面处理等生产全过程。公司主营业务为风电设备、光伏/光热设备零部件；紧固件的设计、加工与销售以及海上风电的安装及运维服务。公司产品主要包括机舱罩、转子房、定子（段）、塔筒等风电设备产品，固定/可调式、追踪式光伏支架等光伏及光热设备产品；紧固件产品主要应用于需提供高品质防松性能行业如汽车、风电光伏、铁路、工程机械及电子等。凭借持续的技术开发、精确地生产工艺、严格的产品质量控制以及有效的企业经营管理，公司先后与西门子集团、通用电气、ATI 等全球知名企业，以及上海电气、特变电工、阳光电源等国内知名上市公司建立了良好的合作关系。

➤ 第一阶段：发展初期，建立产品基础（2004 年至 2008 年）

公司发展初期主要从事港口机械、矿山机械钢结构件的生产与加工，先后与卡哥特科、科尼港口机械（上海）有限公司以及 Wind Power Energia S/A 等知名品牌达成合作关系，并围绕钢结构件逐渐形成自身较为成熟的工艺设计及生产能力、技术人员培养以及质量控制体系，为后续快速切入风电及光伏设备领域构建了坚实基础。

➤ 第二阶段：确立方向，建立客户基础（2008 年至 2013 年）

在此期间，公司确立进军风电设备市场。基于不断的工艺消化、样件试制及改进，公司生产的 1.5MW 风电定子、转子先后销往 Wind Power Energia S/A，正式进入风电设备钢结构件领域。2012 年公司通过收购无锡机械进入西门子风机零部件合格供应商名录，并先后通过西门子集团 2.3MW、3.6MW、4.0MW 的机舱罩，3.0MW、6.0MW 定子段及转子房等各类相关产品的试制和审核，小批量及大批量生产等环节，进一步加深与西门子集团合作关系。此外，凭借与西门子良好的合作基础，公司继而成功与国内知名能源企业上海电气建立合作关系，成为其海风配套供应商。

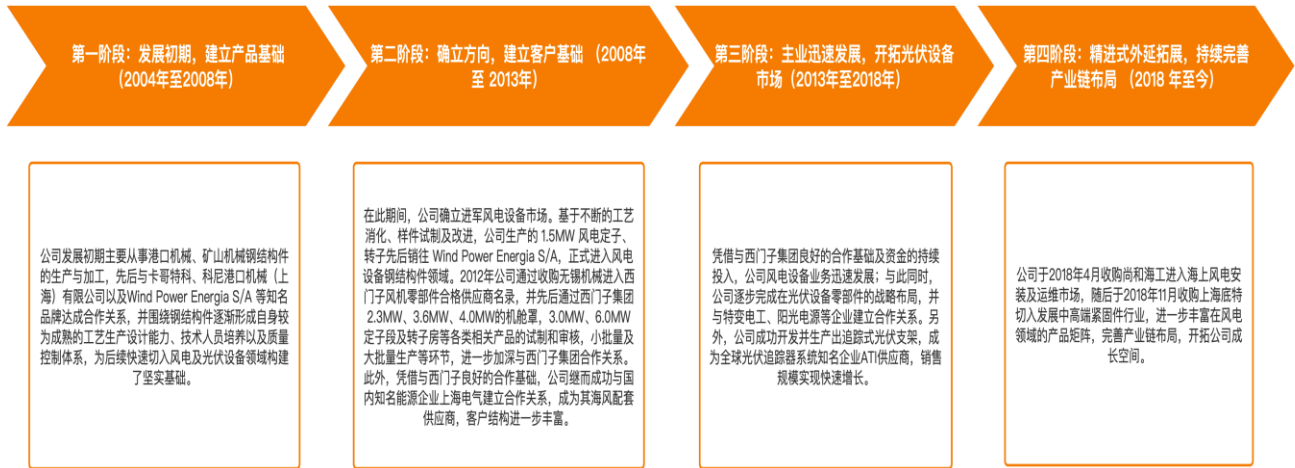
➤ 第三阶段：主业迅速发展，开拓光伏设备市场（2013 年至 2018 年）

凭借与西门子集团良好的合作基础及资金的持续投入，公司风电设备业务迅速发展；与此同时，公司逐步完成在光伏设备零部件的战略布局，并与特变电工、阳光电源等企业建立合作关系。另外，公司成功开发并生产出追踪式光伏支架，成为全球光伏追踪器系统知名企业 ATI 供应商，销售规模实现快速增长。

➤ 第四阶段：精进式外延拓展，持续完善产业链布局（2018 年至今）

公司于 2018 年 4 月收购尚和海工进入海上风电安装及运维市场，随后于 2018 年 11 月收购上海底特切入发展中高端紧固件行业，进一步丰富在风电领域的产品矩阵，完善产业链布局，开拓公司成长空间。

图 1：公司发展阶段一览

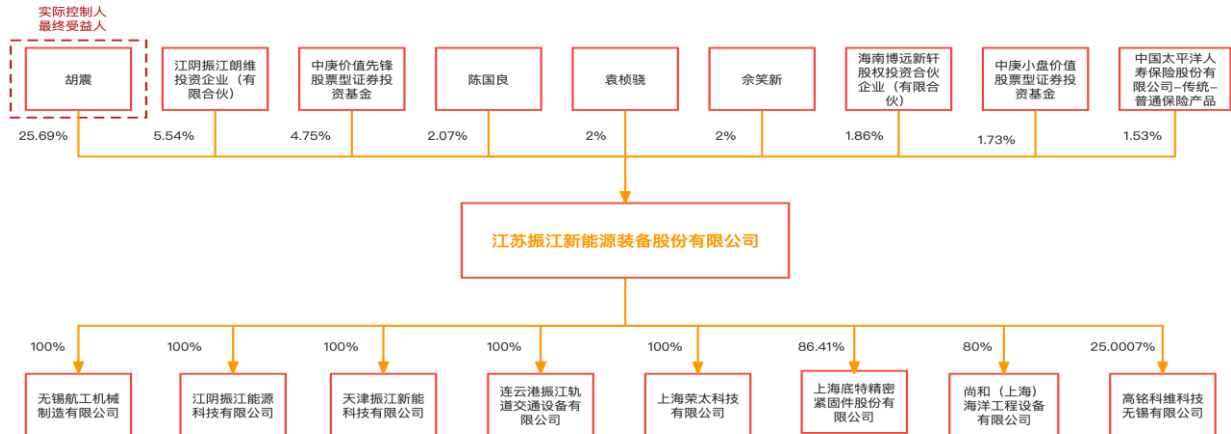


资料来源：公司公告，招股说明书，天风证券研究所

1.1. 股权结构集中，治理结构稳定

截止于 2022 年一季度，公司前十大股东合计持股占比 52.18%。公司实控人为胡震，直接持股比例为 25.69%，与江阴振江朗维投资企业为一致行动人，合计控制公司 31.23%股权。

图 2：公司股权结构（截止于 2022 年一季度）

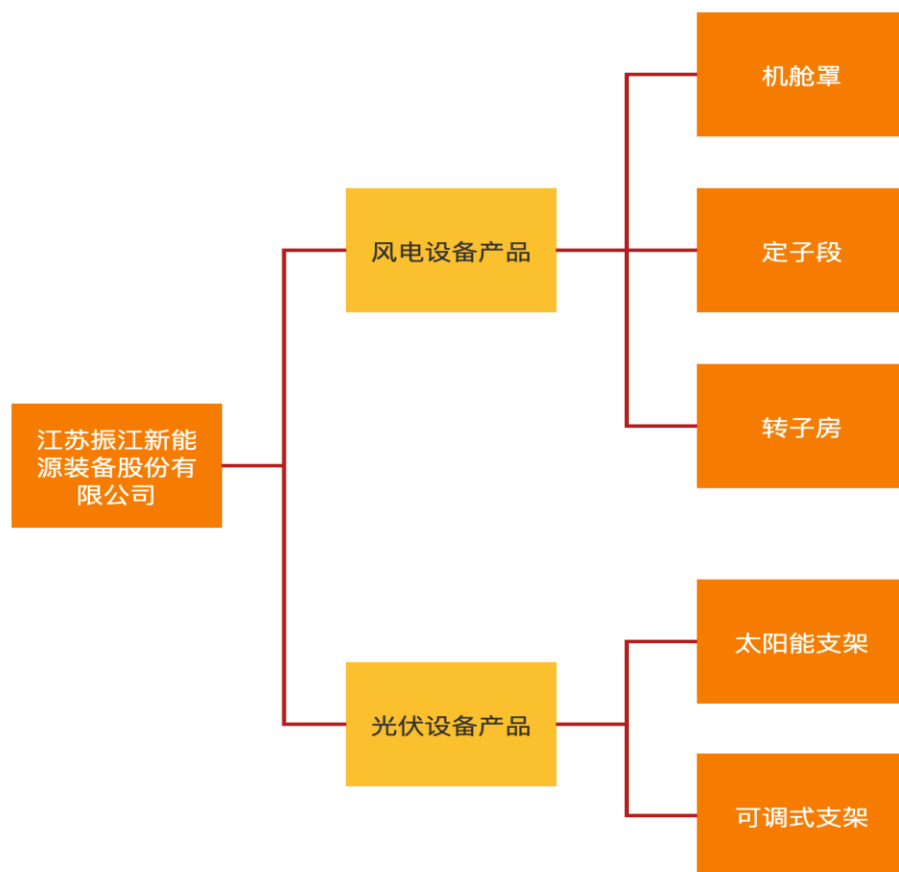


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 扎根新型能源零部件领域，持续丰富产品矩阵

公司主营业务为风电及光伏设备零部件的设计、加工与销售，主要产品包括机舱罩、转子房、定子段等风电设备产品及固定/可调式、追踪式光伏支架等光伏设备产品。其中，机舱罩、转子房等主要应用于风力发电设备，固定/可调式、追踪式光伏支架主要用于地面光伏发电系统。

图 3：公司产品主要可划分为风电及光伏设备两类

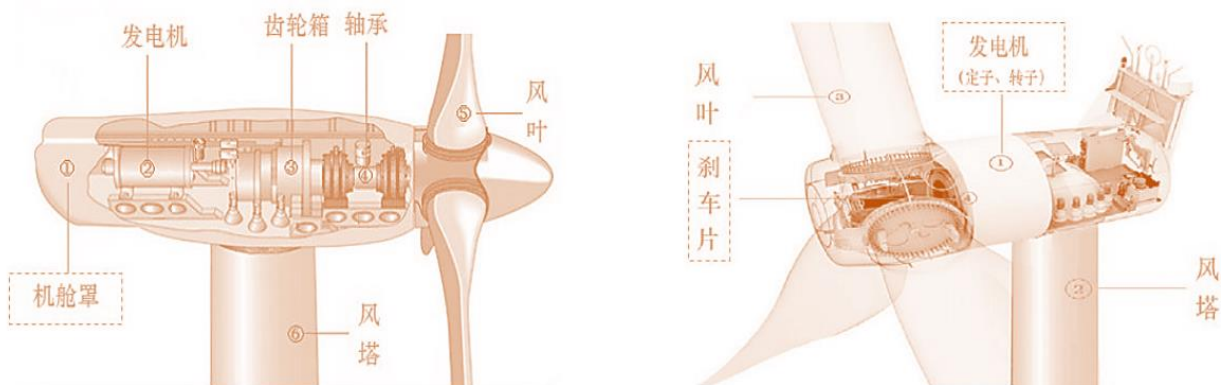


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1) 风电设备产品

风电设备是指利用风能发电的设备，主要可划分为双馈式及直驱式。风电设备通常主要由机舱罩、齿轮箱、发电机、叶片、轴承、风塔及控制系统等部件组成。目前，公司风电设备产品主要应用于国内外陆上及海上风电。

图 4：风电设备零部件构成图示



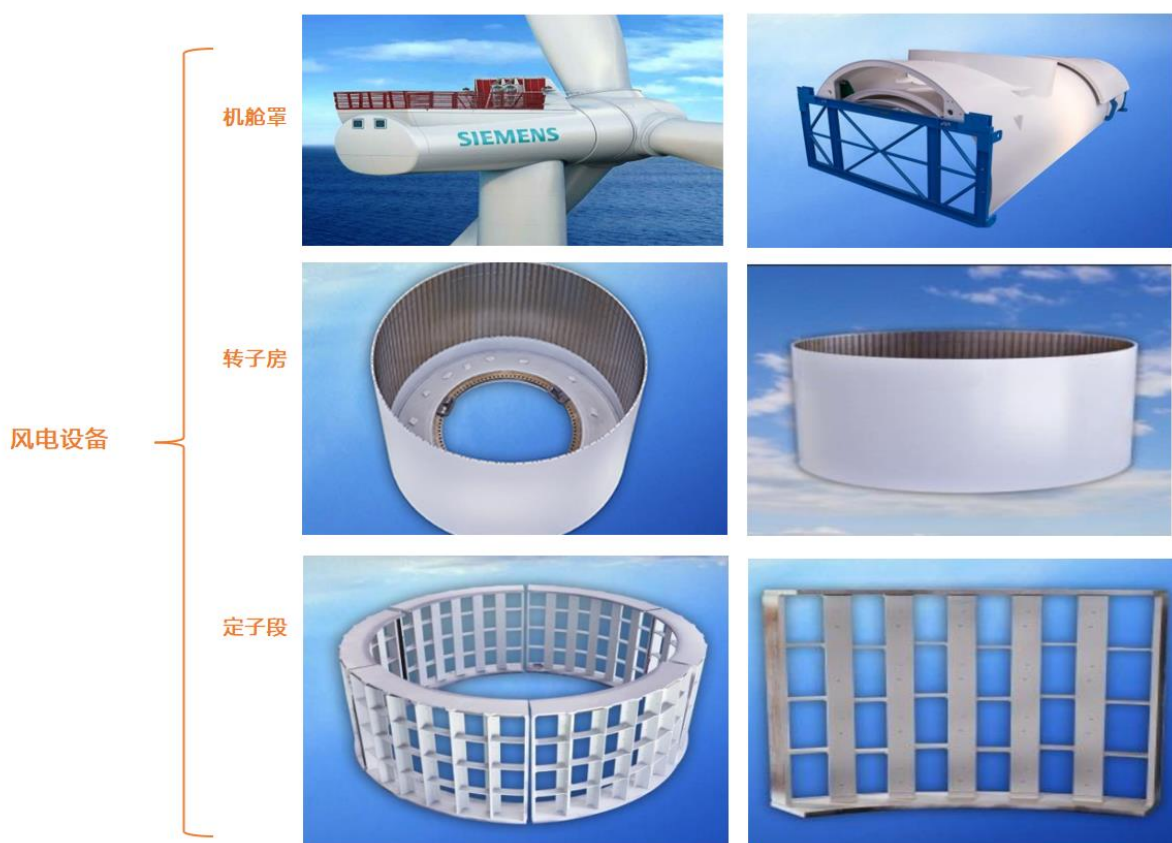
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

备注：虚线框内为公司产品

其中机舱罩作为风力发电机的外部罩壳部分，主要作用于承装及保护风力发电机内部设备，同时防止如沙尘、雨水及太阳紫外线等对风电设备内部的损害。公司目前拥有 2.3MW、3.6MW、4.0MW 等多系列产品，其中 2.3MW 机舱罩主要用于美国和欧洲风电设备，3.6MW、4.0MW 机舱罩和转子房、定子段等产品主要用于欧洲和中国海上风电设备。另外，转子房、定子段作为风电设备的核心零部件，分别主要用于风电设备中内置安装轴承、永磁片以及内置线圈包，目前公司拥有 3.0MW、6.0MW 转子房及定子段的生产制造能力。

凭借持续多年的图纸消化、样件开发及工艺改进，公司目前已成为西门子集团、上海电气等国内外知名风电整机制造商风电机舱罩、转子房等零部件合格供应商之一，并且在产品焊接并行控制、机加工精度控制、表面处理质量控制等方面铸就公司核心竞争优势。

图 5：公司风电设备产品图示



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2) 光伏设备产品

光伏发电系统通常主要由光伏组件、光伏支架、逆变器及汇流箱等部件组成。其中光伏支架为整套发电系统中用于支撑太阳能组件的金属结构支架，系光伏发电系统建设中的重要组成部分。光伏支架的安装设计需要根据当地的地理环境、气候等特征、建筑规范和地质、以及建筑物特性而定。根据可移动性的差异，光伏支架产品可分为固定式、可调式以及追踪式。固定、可调式光伏支架从技术上来说已经相对成熟，于结构设计以及成本构成维度也较为相似，系目前市场主流选择。而追踪式光伏支架则需要常态下的稳定对日自动实

现跟踪，技术要求较高，主要为海外发达国家以及地区所掌握。

图 6：光伏产业链图示



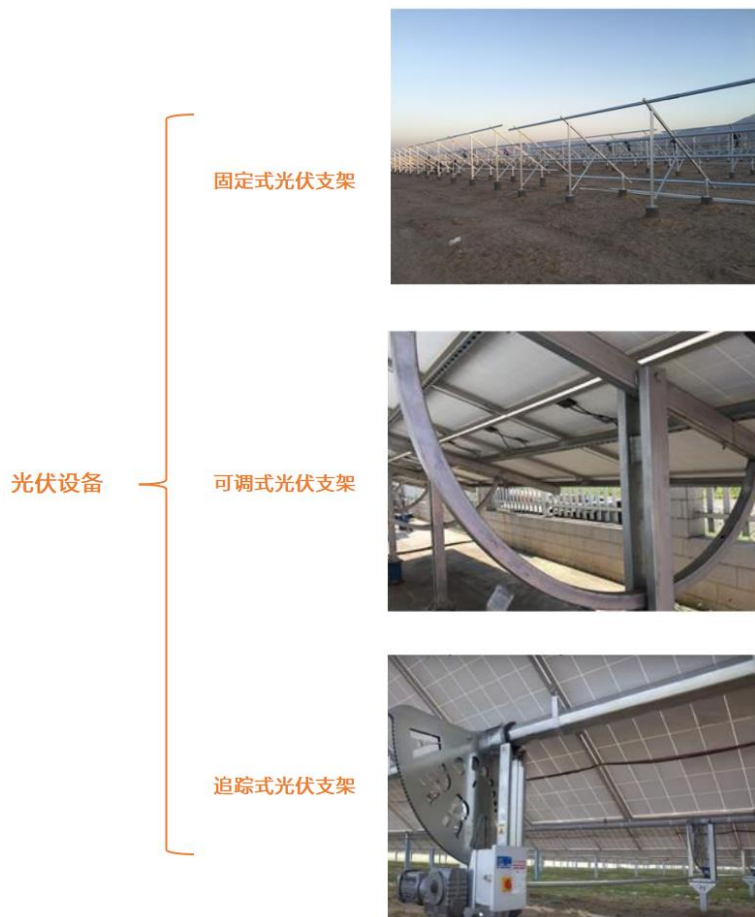
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

备注：虚线框内为公司产品

公司光伏设备产品主要包括固定、可调式以及追踪式光伏支架等。固定、可调式光伏支架主要用于传统的地面光伏发电系统，追踪式光伏支架则主要应用于国外大型追踪式地面光伏发电系统，为一种新型光伏支架产品。在光伏发电系统长年发电运营的过程中，安全可靠是最为重要的因素。品质较高的支架具备稳定性高、不易变形、并且能有效防止玻璃破裂以及电池片开裂等问题，同时能够保证组件的最佳安装倾角，提升发电效率；另外，其耐腐蚀、可靠性也能帮助发电系统更好的适应雨雪及风沙等各类型的恶劣环境，从而保障光伏电站系统能够长年稳定、安全的运行。

公司光伏产品采用的为热浸锌工艺，可有效保证产品的耐腐蚀性以及使用寿命。凭借良好的生产管理以及质量控制，公司先后与特变电工、阳光电源等国内知名光伏企业建立供应商关系。并且于 2015 年，通过美国知名光伏跟踪器生产厂商 ATI 及其供应链服务商 Unimacts 的供应商审核，成功进入追踪式光伏支架领域。

图 7：公司光伏设备产品图示



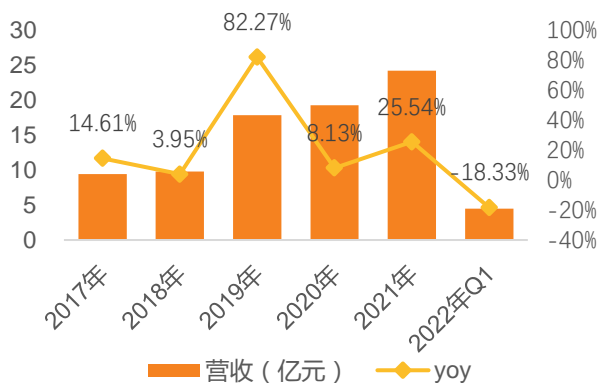
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 内生外延双轮驱动，盈利能力有望显著提升

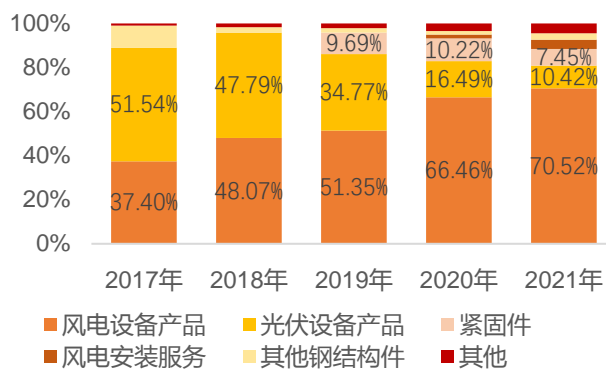
风电设备主业持续发力，产品及客户端拓展创造新增长点。自成立以来，公司营收端稳步增长。在原材料价格上涨、汇率大幅波动以及海运费居高不下的大背景下，公司凭借持续的产品以及客户开发于 2021 年实现营收 24.25 亿元，同比+25.54%。然而，受制于疫情影响，公司在 2022 年一季度营收为 4.49 亿元，同比-18.33%，后续随着疫情缓解，以及公司产品、客户以及生产管理的进一步优化，公司经营表现有望显著提升。

图 8：近年来公司营收情况

图 9：公司各业务收入占比拆分



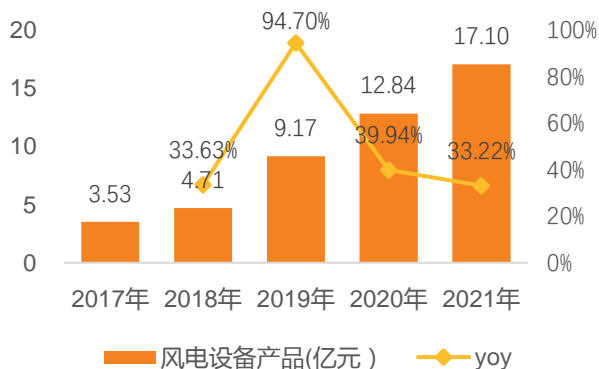
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

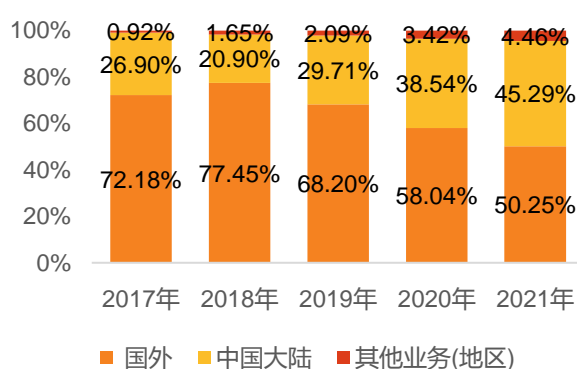
分行业看，公司目前主要的收入贡献来自于风电设备产品，21 年其收入占比已提升至 70.52%。进一步拆分来看，公司风电设备产品收入每年均保持在较高的增速，我们认为主要受益于公司持续的产品及客户开发。**分地区看**，公司过去业务主要集中在海外，自 19 年开始公司国内业务增长显著。

图 10: 风电设备产品收入保持高增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

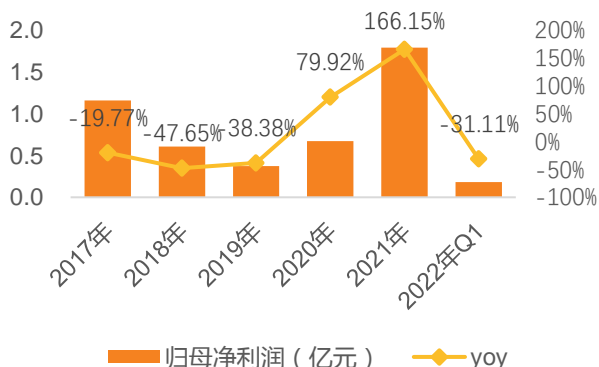
图 11: 国内业务占比持续提升



资料来源: Wind, 天风证券研究所

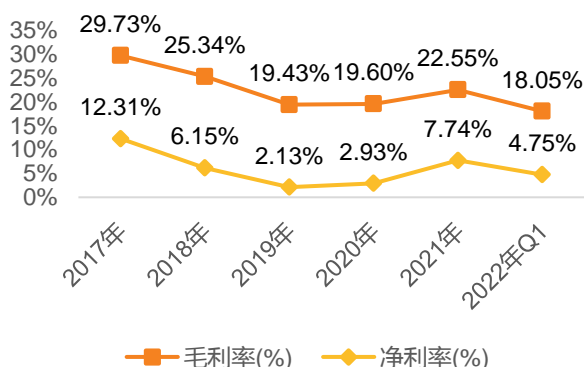
前期压制因素逐步消除，盈利能力有望显著提升。公司利润端在 2017 年至 2019 年期间因原材料涨价、汇率以及募投项目所导致的固定资产折旧摊销影响出现下滑，但公司通过持续拓展国内外优质新客户，以及加强精细化管理，公司在 2020 年起盈利能力大幅提升。近期公司公告 2022 年一季度业绩，因疫情导致利润端出现下滑，但我们认为后续随着疫情影响逐步消除，公司经营业绩驶入快车道可期。

图 12: 近年来公司利润情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 13: 公司利润率水平变化

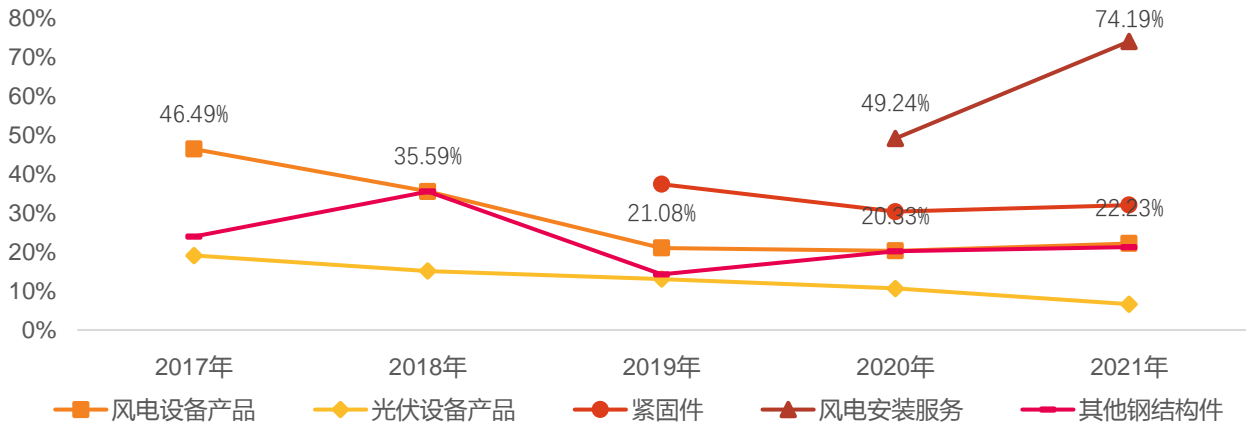


资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

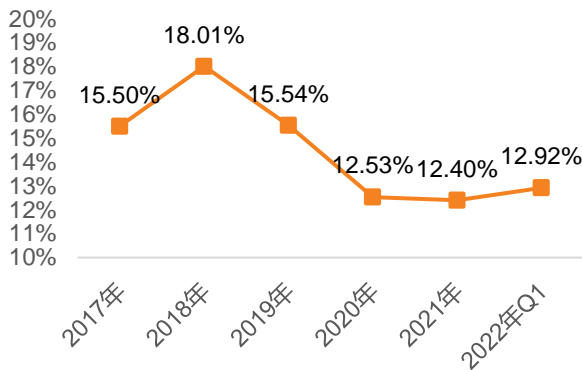
图 14：公司各项业务毛利率水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

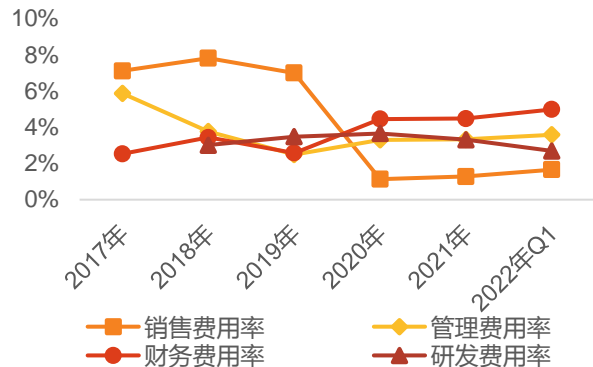
期间费用率有所下降，成本管控能力凸显。受益于费用管控得当，公司自 2018 年起整体费用率呈整体下降趋势，由 2018 年的 18.01% 下降至 2022 年一季度的 12.92%，充分彰显公司成本管控能力。

图 15：公司费用率得到有效控制



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：近年来公司各项费用率变动情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 全球能源革命已成必然趋势，可再生能源开创新纪元

当下全球新一轮能源革命及科技革命深度演变，可再生能源是全球能源转型以及应对气候变化的一致重大战略方向。加速发展可再生能源和实施可再生能源对于传统能源的替代，是推进全球能源革命以及建设清洁低碳、安全高效能源体系的核心举措，是保障全球可持续发展的必然选择以及客观要求。为了积极应对全球气候变化的挑战，中国、欧盟、美国、日本等 130 多个国家和地区共同支持并广泛参与《巴黎协议》国际条约，并且相应提出了各自减排目标以及可再生能源目标，全球携手达成碳中和、碳达峰的目标成为重要共识。

表 1：CO₂排放最高的国家和地区的国家自主贡献承诺水平

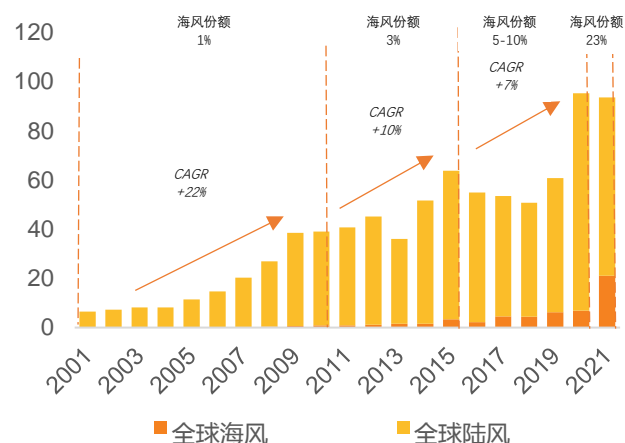
国家	温室气体总排放量 (CO ₂ 当量 kt)	减排目标	可再生能源目标

中国	12355240	在 2030 年之前达到 CO ₂ 排放峰值：单位国内生产总值 CO ₂ 排放量比 2005 年下降 65%以上	将非化石燃料在一次能源消费中的份额提高到 25%左右
美国	6023620	在 2030 年将温室气体净排放量在 2005 年的基础上减少 50-52%	没有具体的全经济可再生能源目标，但提到了国内先进的可再生能源政策和激励措施
欧盟	3567090	到 2030 年，与 1990 年的水平相比，国内温室气体排放量净减少至少 55%	2030 年可再生能源在最终能源消费中至少占 32%的目标
印度	3374990	COP26 承诺；到 2030 年减少 10 亿吨 CO ₂ 排放	COP26 承诺：可再生能源在该国混合能源中占 50%的份额（低排放能力从 450GW 提高到 500GW）
俄罗斯	2543000	到 2030 年将温室气体排放量在 1990 年的水平上减少“多达 70%”	对可再生能源的提及有限
日本	1186770	与 2013 年的水平相比，2030 年将温室气体排放量减少 46%	所有领域的所有可能努力，包括彻底的能源效率措施，最大限度地引入可再生能源，以及公共部门和地方社区的脱碳
巴西	1032640	与 2006 年相比，2030 年减排 43%（在 COP26 会议上更新为 50%）	没有目标：可再生能源被提及，但仅在之前目标的背景下
印度尼西亚	969580	无条件：到 2030 年在 BAU 情景下减少 29%的温室气体排放；有条件：到 2030 年削减 41%，但须视国际社会能否提供资金、技术转让和发展以及能力建设支持而定	参照国家能源政策目标，2025 年新能源和可再生能源在 TFBS 中的份额至少达到 23%，2050 年至少达到 31%，提出了两种情景：a. 到 2030 年，19.6%的发电量将来自可再生能源；b. 有条件缓解情景：可再生能源产生 132.741Wb(相当于 2165GW 容量)
加拿大	724930	2030 年将温室气体排放量在 2005 年的基础上至少减少 40-45%	推选其他措施，包括与合作伙伴合作，使加拿大的发电到 2050 年实现净零；国家级多个功率和非功率目标（多个设计）
韩国	718880	到 2030 年，2017 年全国温室气体排放总量减少 24.4%；第 26 次缔约方会议更新：较 2018 年水平减少 40%	较 2030 年将可再生能源的份额提高到 20%，到 2040 年提高到 30-35%

资料来源：IRENA, 《NDCs AND RENEWABLE ENERGY TARGETS IN 2021: Are we on the right path to a climate-safe future?》, 2022.1, CPIA, 天风证券研究所

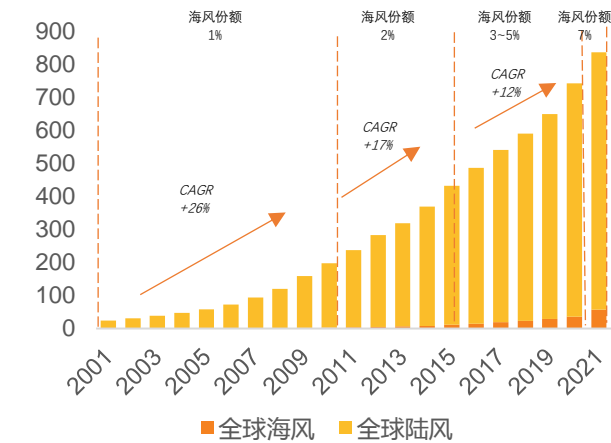
实现“双碳”目标核心是完成两个替代：在生产端实现以可再生能源发电替代化石能源发电、在消费端完成以电能替代化石能源。长期来看，全球能源系统需要完成一个以化石燃料为主的能源体系向由可再生能源为基础的新型能源体系转型。据 IRENA 研究表明，在全球 2050 年实现碳中和的目标下，实现可持续能源发展的关键环节来自于以可再生能源为主的电力行业脱碳，而可再生能源发电量占比也将提升至 90%，其中光伏和风电占比约 63%。根据 GWEC 数据显示，2021 年全球风电新增装机达到 93.6GW，累计装机 837GW，同比+12.4%。值得注意的是在 2021 年尽管陆风新增装机同比有所下降，但海风新增装机容量达到 21.1GW，相当于去年装机量的三倍，创历史新高，海风市占率得到显著提升。

图 17：近年来全球风电新增装机容量（GW）



资料来源：GWEC，天风证券研究所

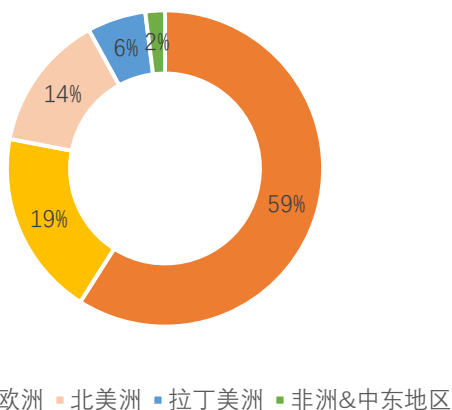
图 18：近年来全球风电总装机容量（GW）



资料来源：GWEC，天风证券研究所

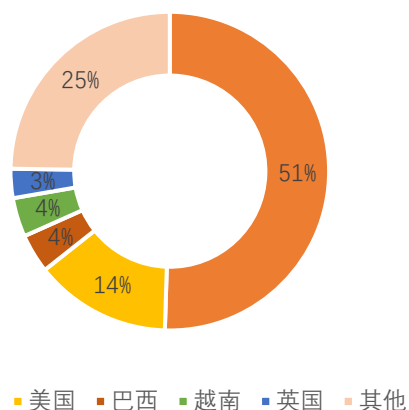
2021 年，亚太地区依旧为全球风电的增长引擎，装机量全球占比达到 59%。欧洲、北美洲分别为 19%和 14%，位列第二第三。分国家来看，前五大市场分别为中国、美国、巴西、越南以及英国，合计占比 75.1%。

图 19：2021 年全球风电新增装机结构（按地区）



资料来源：GWEC，天风证券研究所

图 20：2021 年全球风电新增装机结构（按国家）

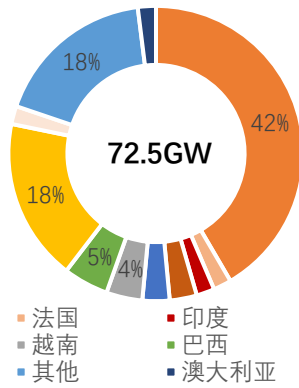


资料来源：GWEC，天风证券研究所

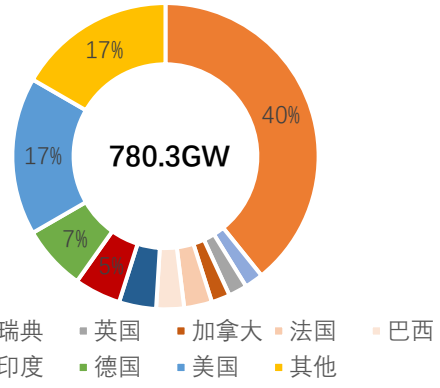
从陆风来看，2021 年新增装机容量 72.5GW，累计装机容量 780.3GW。新增装机分国家情况来看，中国、美国以及巴西分别占比 42%、18%以及 5%，位列前三。从累计装机来看，中国累计装机容量占比 40%，排名第一，其次为美国占比 17%以及德国 7%。

图 21：2021 年新增陆风装机结构（按国家）

图 22：2021 年累计陆风装机结构（按国家）



资料来源: GWEC, 天风证券研究所

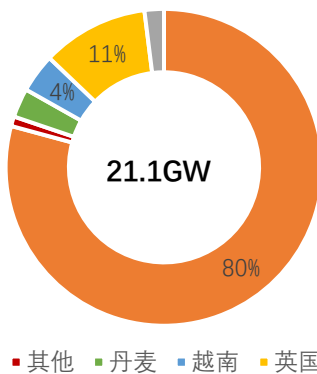


资料来源: GWEC, 天风证券研究所

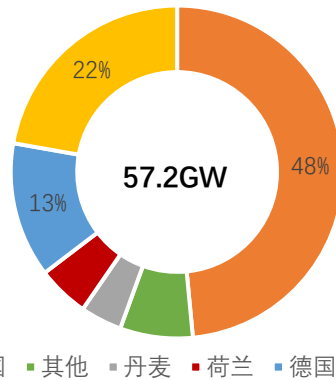
2021 年全球海风新增装机容量 21.1GW，累计装机容量 57.2GW。分国家情况来看，中国新增装机容量 16.9GW，占比高达 80%，仍然排名第一。英国和越南新增装机分别为 2.3GW 及 779MW，占比分别为 11%和 4%，位列第二和第三。截止于 2021 年，累计装机容量前三分别为中国、英国以及德国，占比分别为 48%、22%以及 13%。

图 23: 2021 年新增海风装机容量结构 (按国家)

图 24: 2021 年累计海风装机容量结构 (按国家)



资料来源: GWEC, 天风证券研究所



资料来源: GWEC, 天风证券研究所

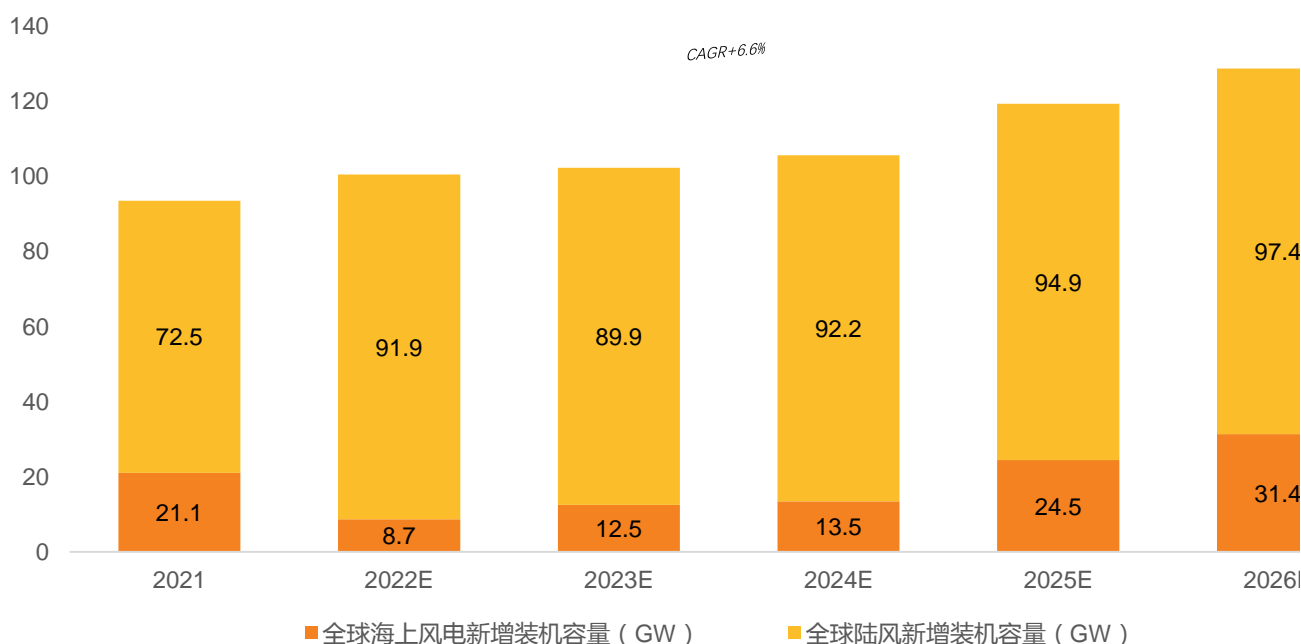
作为落实《巴黎协定》的积极践行者，我国发改委、能源局、财政部等 9 部门在联合印发的《“十四五”可再生能源发展规划》中提出，至 2025 年可再生能源年发电量达到 3.3 万亿千瓦时左右。“十四五”期间可再生能源发电量增量在全社会用电量增量中的占比超过 50%，风电和太阳能发电量实现翻倍；全国可再生能源电力总量和非水电消纳责任权重分别达到 33%和 18%左右，利用率保持在合理水平。在顶层设计之外，我国又陆续发布了《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》、《关于引导加大金融支持力度促进风电和光伏发电等行业健康有序发展的通知》以及《国家能源局关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》等政策指导及支持性文件，加快我国可再生能源的建设发展。

此外,作为新能源的重要市场, 欧盟最新推出“REPowerEU”加速可再生能源的发展。在计划中详细指出, 欧盟 2030 年的可再生能源目标将由 40%提升至 45%, 同时也相应提升了能效目标、风电以及光伏装机目标。在此前欧盟所发布的“FF55”的一揽子减排政策中表明预计在 2030 年风电光伏累计装机量分别达到 480GW 以及 420GW, 而最新的“REPowerEU”则提出在此基础上装机平均速度加快 20%。同时, 欧盟四成员国承诺至 250

年海风累计装机量提升 10 倍。此外，将在“FF55”的基础上额外追加 260 亿欧元用作促进 REPower EU 计划落地，支持欧盟在 2027 年前实现能源独立，欧洲市场有望全面提速。

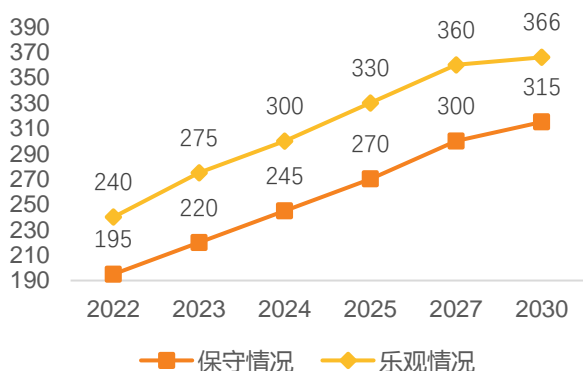
在全球实现零排放的宏大目标之下，以及叠加对能源安全需求的紧迫性，全球风电行业市场比过往更为乐观。GWEC 预计从 2022 年至 2026 年，全球风电新增装机容量将合计达到 557GW，其中陆风将合计新增装机容量 466GW，海风合计新增装机容量 91GW。预计 2022 年至 2026 年复合增速达到 6.6%，每年大约超过 110GW 的新增装机容量。

图 25：2022-2026 年全球风电新增装机容量预测 (GW)



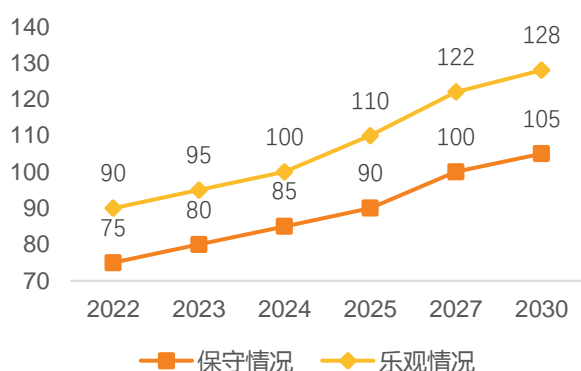
资料来源：GWEC，天风证券研究所

图 26：2022-2030 年全球光伏市场规模预测 (GW)



资料来源：CPIA，天风证券研究所

图 27：2022-2030 年中国光伏市场规模预测 (GW)



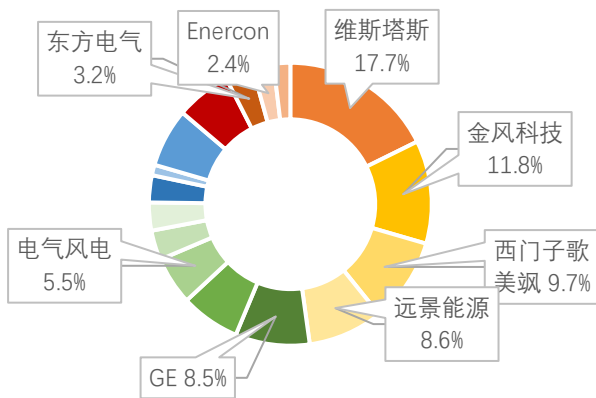
资料来源：CPIA，天风证券研究所

3. 传统主业保持深厚壁垒，多线程拓展构建新成长曲线

3.1. 深度绑定全球领先客户，在手订单饱满

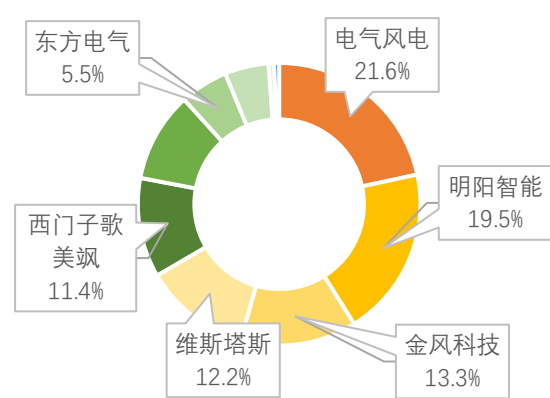
行业集中度进一步提升，风机功率及叶轮尺寸持续增大。2021 年全球风电新增装机容量接近 100GW，风电行业表现出强大韧性。值得注意的是，其中整机制造商的数量由 2020 年的 35 家减少至 30 家，行业集中度进一步提升。从全球整体风电装机来看，维斯塔斯以 17.7% 的市占率保持第一，金风科技以及西门子歌美飒分别以 11.8% 以及 9.7% 的市场份额位列第二、第三。从全球海风新增装机来看，电气风电以 21.6% 的市场份额位居第一，其次分别为明阳智能 19.5%、金风科技 13.3%、维斯塔斯 12.2% 以及西门子歌美飒 11.4%。此外，新增风机的功率和叶轮尺寸在持续增大。2021 年新增风机平均功率超过 3.5MW 以上，而叶轮直径大于 140 米的风机占达到新增安装风机的 58%，功率以及尺寸的变大主要是由海风装机量提升所带动。

图 28：2021 年全球风电整机制造商 TOP15



资料来源：GWEC，天风证券研究所

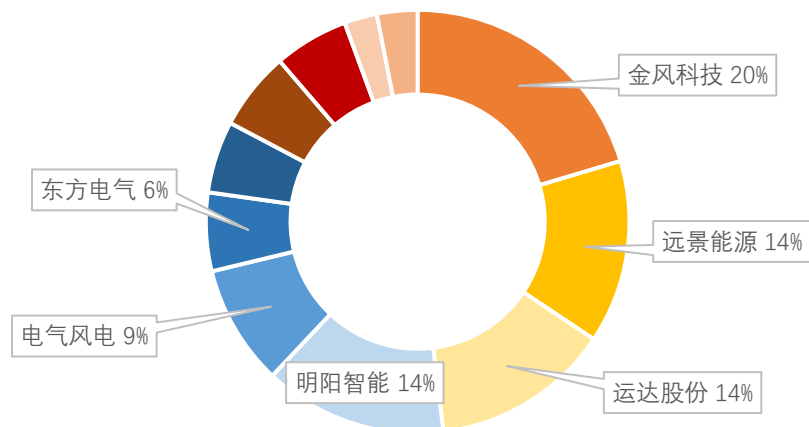
图 29：2021 年全球海风新增装机 TOP10



资料来源：GWEC，天风证券研究所

根据 Wood Mackenzie 数据显示，2021 年中国新增风电装机 55.6GW，其中陆风 40.9GW，海风 14.7GW。按照整体新增装机容量位列前五的企业分别是金风科技、远景能源、明阳智能、运达股份以及电气风电。

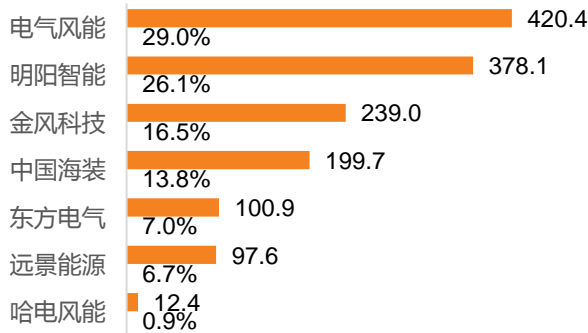
图 30：2021 年中国风电整机制造商新增吊装容量市场份额



资料来源：BNEF，北极星风力发电网，天风证券研究所

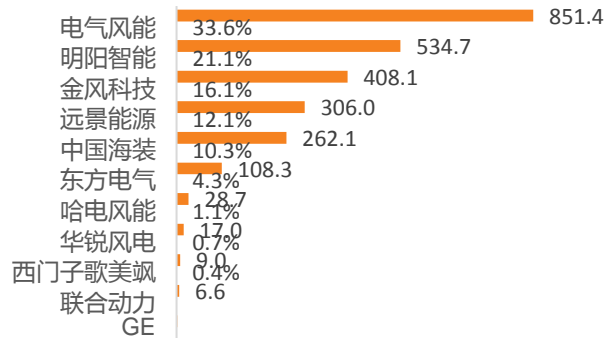
电气风能、明阳智能以及金风科技分别以 4.2GW、3.8GW 以及 2.4GW 的装机容量位列 2021 年中国海风市场新增装机容量的前三名，市占率分别为 29.0%、26.1%以及 16.5%，累计装机容量市场份额分别为 33.6%、21.1%以及 16.1%，稳居前三。

图 31：2021 年中国海风市场新增装机容量及占比（单位：万千瓦）



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

图 32：2021 年中国海风市场累计装机容量及占比（单位：万千瓦）



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

深度绑定核心存量客户，积极开拓优质客户。公司凭借多年在风电及光伏设备零部件的专业生产制造管理经验，先后与西门子集团、通用电气、ATI、Enercon、上海电气、正泰电气、阳光电源、天合光能、金风科技以及东方电气等国内外知名企业建立了长期良好的合作关系。在深度绑定核心存量客户的同时，公司积极拓展优质客户，与 Nextracker、Vestas 等高端品牌的合作也已实现小批量供货，客户结构得到进一步丰富。

图 33：公司客户结构



资料来源：各公司公告及各公司官网，天风证券研究所

公司是多家海风龙头企业的核心供应商。西门子歌美飒的直驱型海上风机技术平台自 2011 年推出以来，已完成 1400 台以上的海上风机安装。截止于 2021 年 9 月，西门子歌美飒全球海风装机容量超过 18.7 GW，排名全球第一。自 2011 年 1 月起，公司已经开始接触西门子集团，在完成各项体系考核之后于 2012 年 3 月正式成为西门子集团全球供应商。在此之后，基于自身技术、质量和成本控制等优势，公司与西门子集团的合作持续深化，从销售单一产品机舱罩逐步拓展至定子段、转子房等多类产品，成为西门子集团核心供应商

之一，合作关系持续加深。公司亦是国内风电龙头上海电气的主要供应商。据 GWEC 数据统计，电气风电以 21.6% 的市占率电气风电问鼎 2021 年全球海上风电新增装机容量的“头把交椅”，是国内海上风电的龙头企业。

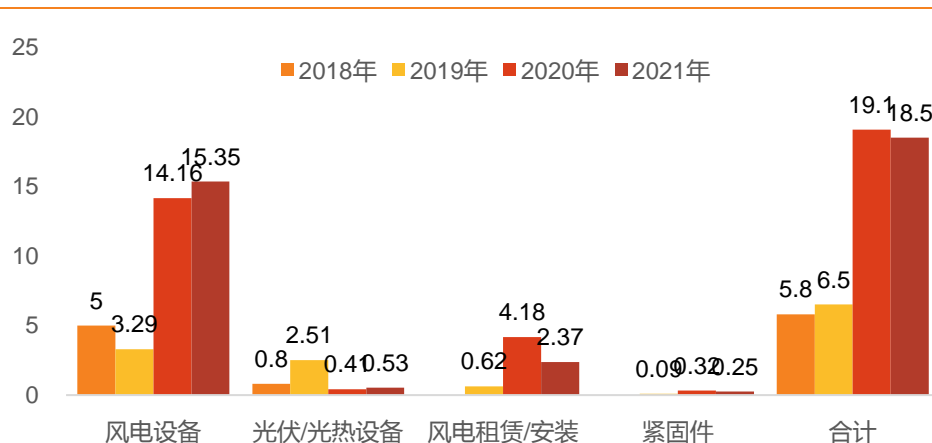
表 2：与西门子产品开发过程

机舱罩	2.3MW	2011 年 12 月	2012 年 4 月	2012 年 5 月	2012 年 7 月
	3.6MW	2012 年 4 月	2012 年 9 月	2012 年 9 月	2013 年 1 月
	4.0MW	2013 年 4 月	2014 年 8 月	2014 年 8 月	2015 年 10 月
定子段	3.0MW	2014 年 2 月	2015 年 7 月	2015 年 8 月	2016 年 11 月
	6.0MW	2016 年 1 月	2016 年 4 月	2016 年 4 月	2016 年 8 月
转子房	3.0MW	2012 年 5 月	2014 年 6 月	2014 年 11 月	2015 年 3 月
	6.0MW	2014 年 5 月	2017 年 1 月	2017 年 2 月	-

资料来源：招股意向书，天风证券研究所

受益于海风更高的行业集中度，深度绑定大客户有效保障订单稳定。相较于陆风，海风对于技术难度、投资金额以及维护成本等方面要求更胜一筹，因而行业集中度相对更高。同时因新能源发电设备的钢结构零部件为发电系统中的基础装备，叠加应用环境恶劣，基于对发电安全、稳定性以及使用寿命等要求，风电企业对于供应商的选择非常谨慎，因此先前长期良好的合作关系对于下游客户在供应商的产品质量、交付能力等方面的考核至关重要。公司与西门子集团、上海电气等全球知名客户长期良好的合作关系一方面有助于公司依托龙头客户的发展，享受行业增长红利。同时，伴随着逐步提升的知名度，能够有效降低对于新产品以及新客户的开拓难度，为公司业务快速发展提供保障。

图 34：公司历年在手订单情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

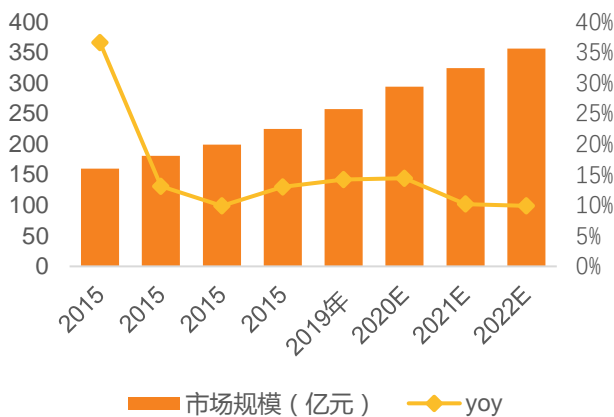
3.2. 积极拓展新业务点，打开向上成长空间

外延收购拓宽业务边界，围绕产业链积极布局。近年来随着全球各项政策的陆续出台，海风产业发展迅速。公司在稳定发展主业的同时，积极在产业链进行延伸拓展。公司于 2018 年 4 月收购“尚和海工”切入海风安装及运维市场，之后又于 2018 年 11 月收购“上海底特”进入中高端紧固件行业，进一步丰富自身在风电领域的产品矩阵，加强产业协同效应，完善产业链布局，开拓公司成长空间。

“尚和海工”是一家专注于海上风电综合利用以及其高端海工装备的开发、运营及销售为一体的海工企业，主要提供海上风电安装、运维服务，兼顾海上打桩以及吊装等能力。尚和海工是国内较早的自航式安装平台，同时其打造的 1200T 自航自升式海风安装及运维平台结合全回转舵浆装置的修换技术、连续性液压插销升降技术、海洋平台连续升降液压控制技术、倒挂式双动环梁升降技术、变频起重机 1200 吨吊钩超频制造技术以及全回转舵浆的电动回转驱动等先进技术，能够有效保证安装平台安全、稳定以及高效运行。

随着全球加速开展新型能源发展，自 2020 年至今，海上风电安装船紧缺的现象频发。根据 Clarksons 发布数据来看，预计在 2020-2023 年期间全球每年新增海上风机数量涨幅能够达到 67%，但同时全球海风施工船数量仅大约增长 44%，供不应求。同时，根据 GWEC 所发布的最新数据显示 2021 年全球海风新增装机超过 21.1GW，其中我国新增装机超过 16GW，占全球装机容量的 80%以上。公司通过收购尚和海工积极进入海上风电安装及运维市场，在充分发挥自身优势的基础上实现新的业绩增长点，优化公司产业布局，把握行业快速发展之下所带来的相关业务机遇。

图 35：中国风电运维市场规模预测



资料来源：北极星风力发电网，CWEA，天风证券研究所

图 36：国内首座 1200 吨自航自升式风电安装平台“振江号”

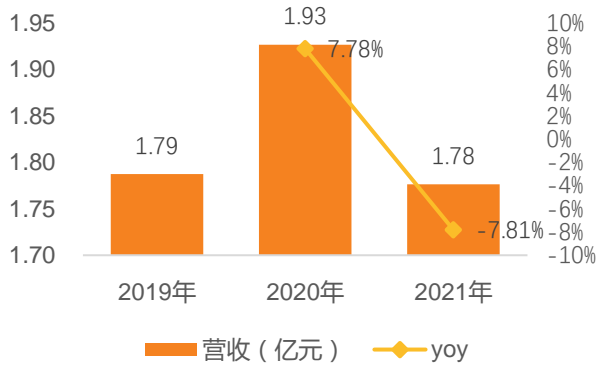


资料来源：北极星风力发电网，天风证券研究所

此外，公司通过收购“上海底特”进入高端紧固件行业，同时借助公司于风电光伏领域所积累的资源，积极协助“上海底特”切入风电光伏紧固件市场，产生协同效应。作为应用最为广泛的机械基础件，紧固件被誉为“工业之米”主要应用于汽车、能源、电子机械等行业，产品特点是种类繁多。虽然我国紧固件产业产量居世界第一，但仍处于低端产品过剩而高端产品不足的竞争格局，目前国内市场正处于从产品由低端向中高端发展、产业集中度提升的发展阶段。

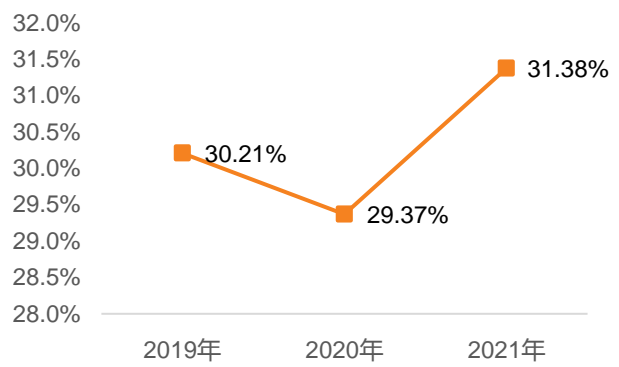
“上海底特”主要从事防松螺母、螺栓、丝锥、量规以及紧固件加工/测试设备的研发、生产及销售，其拥有的“施必牢”品牌为机械业内著名品牌。公司国内市场业务主要集中在重卡、大巴、柴油机以及铁路四个行业，其中各行业排名前十的企业大部分都为公司长期稳定的客户，包括一汽、东风及上汽等六十多家大型国企或上市企业客户。上海底特在汽车行业共拥有 16 个一级供应商资质，以及在铁路行业拥有工务、车辆和供电三项资质，资质优势显著。未来，上海底特将持续加大对汽车、风电光伏等领域关键零部件产品的开发，同时借助公司在新能源行业的相关资源进入风电紧固件行业，丰富产品矩阵，提升市场份额。

图 37：近三年公司紧固件营收情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：紧固件业务保持较高毛利率水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 投资建议

4.1. 盈利预测

我们按照公司不同业务进行拆分，对收入的预测基于以下核心假设：

- **风电业务：**全球可再生能源加速发展成为共识，随着各项政策的逐步出台落地，海上风电产业发展提速。公司在风电设备领域已具有较强竞争力，同时伴随着积极切入海上风电安装及运维以及风电紧固件领域，进一步丰富产品结构，拓宽业务领域，产生业务协同效应。我们预计公司在 2022 年-2024 年风电业务营收将分别达到 22.70、28.82、36.23 亿元，增速同比+32.78%、+26.94%、+25.71%；
- **光伏业务：**随着各国对于可再生能源的重视，光伏发电成为其中重要组成部分，行业景气度持续高企。公司光伏业务目前已在产品以及新客户的开发取得了较好成效，在手订单持续增加，我们预计光伏业务在 2022 年-2024 年的营收分别为 5.05、5.81、6.39 亿元，增速分别为 +100%、+15%、+10%。

图 39：公司盈利预测

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
合计								
营收 (亿元)	9.43	9.80	17.86	19.31	24.25	33.30	41.01	49.64
yoy		3.95%	82.27%	8.13%	25.54%	37.35%	23.14%	21.04%
成本 (亿元)	6.62	7.32	14.39	15.53	18.78	26.17	32.06	38.88
yoy		10.45%	96.69%	7.90%	20.94%	39.34%	22.52%	21.27%
毛利 (亿元)	2.80	2.48	3.47	3.79	5.47	7.14	8.95	10.76
毛利率	29.73%	25.34%	19.43%	19.60%	22.55%	21.43%	21.83%	21.68%
一、风电板块								
业务占比	37.4%	48.1%	51.4%	66.5%	70.5%	68.2%	70.3%	73.0%
营收 (亿元)	3.53	4.71	9.17	12.84	17.10	22.70	28.82	36.23
yoy					33.22%	32.78%	26.94%	25.71%
成本 (亿元)	1.89	3.03	7.24	10.23	13.30	17.48	21.94	27.54
yoy					30.04%	31.47%	25.52%	25.51%
毛利 (亿元)	1.64	1.68	1.93	2.61	3.80	5.22	6.88	8.69
毛利率	46.50%	35.59%	21.08%	20.33%	22.23%	23.00%	23.86%	23.98%
二、光伏板块								
业务占比	51.5%	47.8%	34.8%	16.5%	10.4%	15.2%	14.2%	12.9%
营收 (亿元)	4.86	4.68	6.21	3.18	2.53	5.05	5.81	6.39
yoy					-20.62%	100.00%	15.00%	10.00%
成本 (亿元)	3.93	3.97	5.40	2.84	2.36	4.80	5.52	6.07
yoy					-17.03%	103.50%	15.00%	10.00%
毛利 (亿元)	0.93	0.71	0.81	0.34	0.17	0.25	0.29	0.32
毛利率	19.15%	15.17%	13.09%	10.68%	6.63%	5.00%	5.00%	5.00%
三、其他钢结构件								
业务占比	11.1%	4.1%	13.9%	17.1%	19.1%	16.6%	15.5%	14.1%
营收 (亿元)	1.04	0.40	2.48	3.29	4.62	5.54	6.38	7.01
yoy		-61.16%	511.88%	32.95%	40.26%	20.0%	15.0%	10.0%
成本 (亿元)	0.81	0.31	1.75	2.46	3.12	3.88	4.59	5.26
yoy		-61.88%	468.00%	40.10%	27.03%	24.34%	18.29%	14.58%
毛利 (亿元)	0.23	0.10	0.72	0.84	1.50	1.66	1.79	1.75
毛利率	22.30%	23.75%	29.22%	25.41%	32.44%	30.00%	28.00%	25.00%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.2. 投资建议

全球能源转型引领产业变革,“风光”等新能源市场有望加速发展。作为国内新型能源系统零部件隐形冠军,公司在深度绑定龙头客户的同时积极拓展新业务领域,有效实现内生外延双轮驱动。公司在手订单充足,新产品及新客户开展顺利,业绩有望快速释放。我们预计公司 22/23/24 年收入 33.3/41.01/49.64 亿元,净利润 2.12/3.37/4.11 亿元,考虑到公司较强的综合竞争实力,并且在未来三年业绩有望保持高速增长,给予公司 2023 年 20 倍估值,对应目标价 53.65 元/股,首次覆盖给予“买入”评级。

表 3: 与可比公司估值情况

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	2023 年预测 PE
603606	东方电缆	544.67	30.2
603218	日月股份	275.28	27.12
002531	天顺风能	328.78	16.57
300443	金雷股份	145.12	19.57
	平均值		23.37

资料来源: Wind, 天风证券研究所

备注: 市值选取于 2022 年 7 月 14 日; PE 预测为 wind 一致预期。

5. 风险提示

- 1) **国际贸易摩擦及宏观环境影响风险。**全球风电和光伏设备市场主要集中在美国、亚洲以及欧洲等地，公司出口业务占比较高。如果未来国际贸易环境恶化，预计将对公司订单销售带来直接影响。
- 2) **原材料价格波动风险。**公司产品主要原材料钢材价格容易受到宏观经济环境等因素影响，存在一定的价格波动风险。如果未来原材料价格大幅上涨将导致公司盈利能力有下降风险。
- 3) **汇率波动风险。**公司外销收入占比较高，结算币种主要为美元及欧元，汇率波动将对公司业绩造成一定影响。
- 4) **商誉大幅减值风险。**公司先后并购了尚和海工及上海底特两家公司。如果未来标的公司因经营不善将存在商誉减值计提风险。
- 5) **订单不及预期风险。**公司主营业务为风电设备和光伏设备零部件的设计、加工与销售，对应的下游市场为风电和光伏行业，如果下游需求增速不及预期将可能导致公司订单减少。
- 6) **股价异动风险。**公司近期曾出现过股价异动，可能存在异动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	324.17	648.73	266.43	1,640.54	659.36
应收票据及应收账款	330.39	406.45	819.83	558.33	1,189.59
预付账款	118.84	120.04	186.09	205.32	259.43
存货	574.01	965.88	1,034.88	1,505.09	1,521.35
其他	253.82	484.68	437.80	493.24	521.00
流动资产合计	1,601.23	2,625.77	2,745.03	4,402.53	4,150.73
长期股权投资	14.28	24.66	24.66	24.66	24.66
固定资产	1,468.85	1,484.31	1,341.96	1,199.60	1,057.25
在建工程	139.14	300.77	300.77	300.77	300.77
无形资产	132.85	129.91	123.92	117.94	111.96
其他	181.63	286.16	232.49	253.39	237.01
非流动资产合计	1,936.74	2,225.82	2,023.80	1,896.37	1,731.64
资产总计	3,574.67	4,868.86	4,768.83	6,298.89	5,882.37
短期借款	834.62	898.85	1,205.58	950.00	1,000.00
应付票据及应付账款	364.98	840.38	645.97	1,293.34	986.74
其他	319.60	523.60	562.04	1,314.25	721.69
流动负债合计	1,519.19	2,262.84	2,413.59	3,557.59	2,708.43
长期借款	62.10	110.00	133.76	150.00	180.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	322.17	439.17	380.67	409.92	395.30
非流动负债合计	384.27	549.17	514.44	559.92	575.30
负债合计	2,109.09	3,214.04	2,928.02	4,117.52	3,283.73
少数股东权益	34.36	38.48	38.48	38.48	38.48
股本	126.84	125.63	125.63	125.63	125.63
资本公积	945.42	911.03	911.03	911.03	911.03
留存收益	413.48	592.72	804.72	1,141.76	1,552.71
其他	(54.50)	(13.04)	(39.05)	(35.53)	(29.20)
股东权益合计	1,465.58	1,654.83	1,840.81	2,181.38	2,598.64
负债和股东权益总计	3,574.67	4,868.86	4,768.83	6,298.89	5,882.37

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	56.67	187.66	211.99	337.05	410.94
折旧摊销	135.02	151.13	148.34	148.34	148.34
财务费用	73.95	92.72	149.87	164.04	188.63
投资损失	(10.30)	(25.31)	(28.20)	(31.71)	(29.95)
营运资金变动	191.42	(314.82)	(1,034.74)	1,106.65	(1,617.83)
其它	(51.43)	265.33	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	395.33	356.71	(552.74)	1,724.37	(899.88)
资本支出	266.59	215.20	58.50	(29.25)	14.63
长期投资	14.28	10.38	0.00	0.00	0.00
其他	(518.97)	(382.87)	(6.87)	60.96	15.33
投资活动现金流	(238.10)	(157.29)	51.63	31.71	29.95
债权融资	(119.78)	74.99	144.83	(385.49)	(117.57)
股权融资	(27.35)	(30.56)	(26.01)	3.52	6.32
其他	(6.43)	(110.07)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(153.56)	(65.64)	118.82	(381.97)	(111.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3.67	133.77	(382.30)	1,374.11	(981.18)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,931.35	2,424.66	3,330.37	4,101.03	4,963.83
营业成本	1,552.74	1,877.91	2,616.60	3,205.73	3,887.60
营业税金及附加	12.65	17.81	23.31	28.71	34.75
销售费用	21.90	30.99	43.29	49.21	49.64
管理费用	63.77	80.58	109.90	131.23	158.84
研发费用	70.52	80.37	116.56	123.03	148.91
财务费用	85.86	108.73	149.87	164.04	188.63
资产/信用减值损失	(11.56)	(29.84)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	4.52	7.67	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.84	19.09	28.20	31.71	29.95
其他	(9.41)	(2.30)	0.00	0.00	0.00
营业利润	133.54	233.65	299.03	430.79	525.41
营业外收入	1.22	2.86	2.04	2.45	2.24
营业外支出	81.57	21.76	51.67	36.71	44.19
利润总额	53.18	214.75	249.41	396.53	483.46
所得税	(3.49)	27.08	37.41	59.48	72.52
净利润	56.67	187.66	211.99	337.05	410.94
少数股东损益	(10.68)	8.42	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	67.35	179.25	211.99	337.05	410.94
每股收益(元)	0.54	1.43	1.69	2.68	3.27

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	8.13%	25.54%	37.35%	23.14%	21.04%
营业利润	153.75%	74.97%	27.98%	44.06%	21.96%
归属于母公司净利润	79.92%	166.15%	18.27%	58.99%	21.92%
获利能力					
毛利率	19.60%	22.55%	21.43%	21.83%	21.68%
净利率	3.49%	7.39%	6.37%	8.22%	8.28%
ROE	4.71%	11.09%	11.76%	15.73%	16.05%
ROIC	10.53%	14.01%	18.50%	16.84%	35.15%
偿债能力					
资产负债率	59.00%	66.01%	61.40%	65.37%	55.82%
净负债率	51.97%	37.52%	70.50%	-13.65%	29.03%
流动比率	0.95	0.99	1.14	1.24	1.53
速动比率	0.62	0.63	0.71	0.81	0.97
营运能力					
应收账款周转率	4.62	6.58	5.43	5.95	5.68
存货周转率	3.51	3.15	3.33	3.23	3.28
总资产周转率	0.56	0.57	0.69	0.74	0.81
每股指标(元)					
每股收益	0.54	1.43	1.69	2.68	3.27
每股经营现金流	3.15	2.84	-4.40	13.73	-7.16
每股净资产	11.39	12.87	14.35	17.06	20.38
估值比率					
市盈率	60.12	22.59	19.10	12.01	9.85
市净率	2.83	2.51	2.25	1.89	1.58
EV/EBITDA	8.41	9.24	8.79	4.89	5.45
EV/EBIT	12.04	12.22	11.69	6.11	6.58

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com