

日月股份 (603218)

铸件行业龙头地位稳固，扩产提效借乘抢装浪潮

营收大幅增长，风电营收占比提升

2019 年，公司实现营业收入 34.86 亿元，较上年同期增长 48.30%。其中，风电产品占比 82.88%，较去年增加 14.88 个百分点；实现归母净利润 5.05 亿元，同比增长 79.84%；实现归母扣非净利润 4.9 亿元，同比增长 91.46%。2020 一季度公司实现营业收入 8.33 亿元，同比增长 23.61%，归母净利润 1.3 亿元，同比增长 57.15%。

专注铸件扩产路线，强化精加工实力

截至目前，公司拥有年产 40 万吨铸件的铸造产能规模，形成了年产 10 万吨大型铸件精加工能力，是国内产能规模最大的风机铸件制造厂商之一。年产 18 万吨海装关键铸件项目一期 10 万吨产能已全部释放，二期 8 万吨建设计划已提上日程，项目建设完成后公司将拥有 48 万吨铸件产能。2016 年公司通过 IPO 投资年产 10 万吨精加工项目，自此公司拥有了精加工能力，高端订单竞争力显著增强。2019 年末公司发行 12 亿可转债募集资金，用于建设年产 12 万吨大型海上风电关键部件精加工生产线建设项目，项目完成后公司精加工产能将达到 22 万吨，这将进一步提升公司“一站式”交付能力，优化产品结构，利于发展优质客户。

开拓海外市场，带动毛利率提升

从公司历史收入情况看，产品的外销毛利率远高于内销毛利率，2019 年外销毛利率为 40.11%，内销毛利率为 23.12%。因此，公司积极布局海外市场，2016-2019 外销收入持续增长。其中 2019 年海外收入占比 13%，与业内其他头部厂商相比仍有一定提升空间。鉴于海外客户对“一站式”采购的高要求，拓展海外市场可以使新建设产能得到充分的利用和释放。公司与 Vestas、GE、三菱重工、日本铸钢所等客户的合作不断深入，订单量不断攀升，公司业绩有望受益于海外需求增长而快速提升。

盈利预期

我们预期公司 2020-2022 年营收分别为 46.76、55.82、63.07 亿元，归母净利润分别 7.71、9.48、11.10 亿元；当前股价对应 PE 分别为 15.08、12.26、10.47；EPS 分别为 1.45、1.79、2.09 元。估值方面，2015 年是抢装年，以同行业公司金风科技做参考，PE 值为 22.73；今年也是陆上风电抢装年，目前风电行业公司估值处于底部，并且行业发展符合国家鼓励基建的决策，待新冠疫情造成的市场情绪波动稳定后，行业估值有望进行修复，预期估值水平约为 18 倍，对应目标价 26.1 元。公司系风电铸件龙头企业，抢装期表现突出可期，我们给予“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；客户集中风险；海外订单减少风险；政策性风险；安全生产及环保风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,350.59	3,485.83	4,675.54	5,581.55	6,306.56
增长率(%)	28.35	48.30	34.13	19.38	12.99
EBITDA(百万元)	491.15	812.27	911.46	1,123.65	1,327.89
净利润(百万元)	280.55	504.54	771.08	948.41	1,110.39
增长率(%)	23.82	79.84	52.83	23.00	17.08
EPS(元/股)	0.53	0.95	1.45	1.79	2.09
市盈率(P/E)	41.43	23.04	15.08	12.26	10.47
市净率(P/B)	3.91	3.28	2.75	2.25	1.85
市销率(P/S)	4.95	3.33	2.49	2.08	1.84
EV/EBITDA	11.64	11.84	10.97	8.40	6.80

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电气设备/电源设备
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	22.75 元
目标价格	26.1 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	531.28
流通 A 股股本(百万股)	524.54
A 股总市值(百万元)	12,086.70
流通 A 股市值(百万元)	11,933.22
每股净资产(元)	6.67
资产负债率(%)	47.50
一年内最高/最低(元)	24.12/16.01

作者

王纪斌 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519010001
wangjibin@tfzq.com

马妍 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519100002
may@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 公司简介	4
1.1. 股权结构	4
1.2. 公司发展历程	4
1.3. 控股子公司	5
1.4. 主营业务	5
1.5. 产销量	6
1.6. 营收分析	6
1.6.1. 营业收入及归母净利润	6
1.6.2. 成本	7
1.6.3. 毛利和毛利率	7
1.6.4. 费用	8
2. 公司业务情况	9
2.1. 规模化经营提升核心竞争力	10
2.2. 强化精加工工序打破发展瓶颈	11
2.3. 海外市场开拓顺利推进，带动毛利率提升	12
3. 风电行业发展情况	12
3.1. 装机量	13
3.2. 2020-2022 行业发展预期	13
3.2.1. 2020 实际能够完成的吊装量	14
3.2.2. 2021-2022 装机量预期	14
3.2.2.1. 2020 年顺延并网的项目	14
3.2.2.2. 平价大基地项目	14
3.2.2.3. 自愿转为平价的项目	15
3.2.2.4. 分散式崭露头角	15
3.3. 政策影响	15
3.3.1. 陆上风电电价退坡	15
3.3.2. 关于补贴分配问题	16
3.3.3. 消纳空间超预期	16
4. 盈利预期	17
4.1. 同业比较	17
4.2. 营收拆分	17
4.3. 盈利预期	17
5. 风险提示	18
5.1. 原材料价格波动风险	18
5.2. 客户集中的风险	18
5.3. 全球经济低迷，可能对海外订单造成影响的风险	18
5.4. 安全生产及环保风险	18
5.5. 政策性风险	18

图表目录

图 1：2020 年一季报公布的公司股权结构	4
图 2：公司发展历程	5
图 3：2016 年-2019 年产量	6
图 4：2016 年-2020Q1 营业收入与归母净利润（单位：万元）	6
图 5：2018 年营业收入情况（单位：万元）	7
图 6：2019 营业收入情况（单位：万元）	7
图 7：2016-2020Q1 总成本情况（万元）	7
图 8：2016 年-2019 年公司分类产品毛利率	8
图 9：2016 年-2020Q1 费用情况（万元）	8
图 10：销售费用（单位：万元）	9
图 11：管理费用（单位：万元）	9
图 12：研发费用（单位：万元）	9
图 13：财务费用（单位：万元）	9
图 14：铸件精加工流程	11
图 15：2016-2023E 公司产品交付构成规划（单位：万吨）	12
图 16：2016-2019 年公司海内外销售收入及毛利率	12
图 17：2014-2020Q1 全国风机并网量（单位：万千瓦）	13
图 18：2010-2020Q1 全国每年新增海上风电装机容量	13
图 19：2013-2019 全国风机吊装量（单位：GW）	14
图 20：陆上风电四类风区上网指导价变化	16
图 21：截至 2020 年 5 月 24 日风电行业估值历史情况	18
表 1：2019 年度末主要控股子公司情况	5
表 2：公司核心产品	5
表 3：公司现有在建扩产项目	10
表 4：国内风机铸件主要制造厂商及产能情况	10
表 5：截至 2019 年 8 月 31 日公司 4MW 以上风电铸件产品在手订单	11
表 6：2016-2020E 市占率前十位主机厂供货量预期（单位：GW）	14
表 7：平价基地项目	15
表 8：同业比较	17
表 9：营收拆分	17

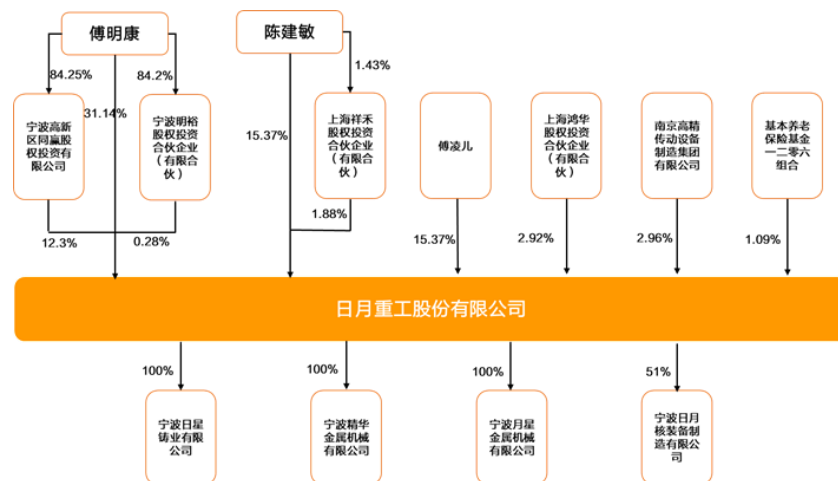
1. 公司简介

日月重工股份有限公司是一家专攻高新技术重工业的民营上市公司。目前公司处于高速发展期，已成为国内最大的铸造生产企业之一，装备先进，技术力量雄厚，以生产“厚大断面球铁铸件”见长，处于铸造行业的龙头地位。公司的铸造技术中心被认定为浙江省省级企业技术中心，开发的“注塑机厚大断面球铁模板铸件”被列入国家火炬项目。截至 2019 年底，公司拥有已授权的专利 103 项，其中发明专利 45 项；参与起草《灰铸铁件》《球墨铸铁件》等 19 项国家、行业标准。目前公司主要的铸造产品有大型风力发电机、大型柴油机、大型注塑机、大型加工中心、大型矿山机械等系列铸件，年生产能力 40 万吨，以球墨铸铁、灰口铸铁和蠕墨铸铁为主。

1.1. 股权结构

日月重工股份有限公司系于 2007 年 12 月由傅明康、陈建敏、傅凌儿共同发起设立的股份有限公司。本公司的实际控制人为傅明康、陈建敏、傅凌儿。其中，傅明康、陈建敏为夫妻关系，傅凌儿为两人女儿，三人直接持有股份总和股权 61.88%，股权较为集中，结构稳定。其中傅明康、陈建敏除了直接持有公司股份外，还分别通过同盈投资、明裕投资和祥禾投资持有公司部分股权。

图 1：2020 年一季报公布的公司股权结构

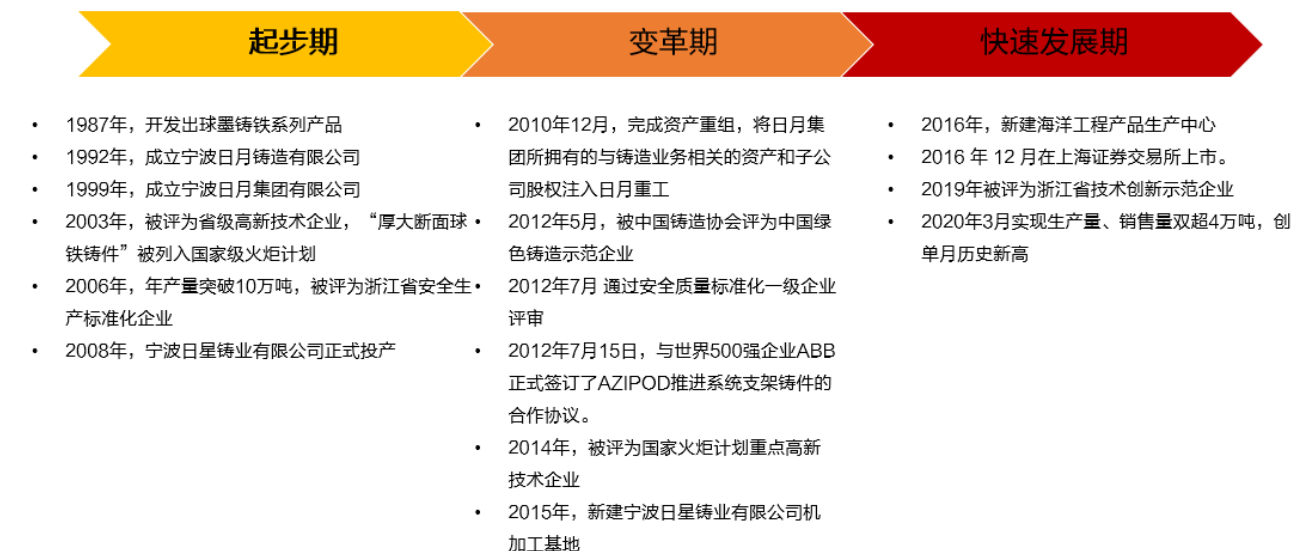


资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.2. 公司发展历程

公司始建于 1984 年，经过多次重组改制，成为民营上市公司。2007 年 12 月傅明康、陈建敏、傅凌儿共同发起设立日月重工，2010 年 12 月完成资产重组，将日月集团所拥有的与铸造业务相关的资产和子公司股权注入日月重工。2016 年 12 月在上海证券交易所上市。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.3. 控股子公司

子公司中利润的主要贡献者是日星铸业。2019年度，日星铸业营业收入 245,229.56 万元，营业利润 36,854.53 万元。

表 1：2019 年度末主要控股子公司情况

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例（%）	净利润（万元）	主营业务
1	宁波日星铸业有限公司	子公司	100	32,419.99	钢铁铸件、机械零部件制造加工，金属材料的批发、零售
2	宁波精华金属机械有限公司	子公司	100	683.46	金属机械设备及其配件的制造、加工和销售
3	宁波月星金属机械有限公司	子公司	100	731.66	金属机械设备及其配件的制造、加工、批发、零售
4	日月核装备	子公司	51	0.07	核电装备及其零部件的研发、制造、加工

资料来源：wind、天风证券研究所

1.4. 主营业务

公司的主营业务为大型重工装备铸件的研发、生产及销售，主要为风力发电、塑料机械、船舶动力以及加工中心等下游行业提供铸件产品配套。其中，公司在风电铸件领域处于领先地位，公司风电 4.0MW、5.0MW 和 6.0MW 等大功率产品均已批量供货。截至 2020 年 3 月底，公司已具有年产 40 万吨的铸造产能规模，精加工产能 10 万吨，逐步形成了铸造、精加工全产业链的供货模式。

表 2：公司核心产品

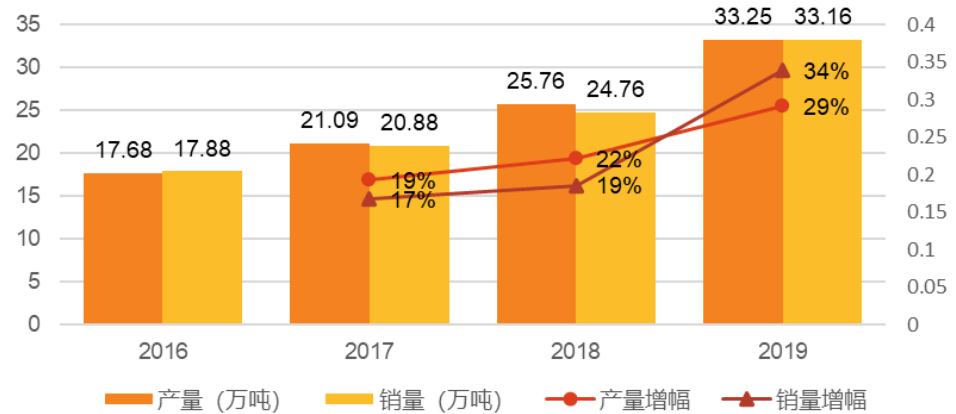
主要产品类别	主要产品名称
风电铸件	IMS 行星架、风轮锁定法兰、主框架、底座、定子主轴、轮毂、转动轴等
塑料机械铸件	头板、二板、尾板、油缸、射台前板、长油缸、冲压油缸等
柴油机铸件	机体、空气出气壳体、轴承壳、空气进气壳体、气缸、阀壳体、汽缸盖、曲轴
加工中心铸件	工作台、床身、横床身、立柱、横梁、回转体、滑枕

资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.5. 产销量

近年公司注重合理排产，铸件产销量持续攀升。2019 年实现产量 33.25 万吨，同比增长 29%；销量 33.16 万吨，同比增长 34%。在一季度国内疫情形势不利的情况下，公司 3 月份生产量、销售量双超 4 万吨，创单月历史新高。

图 3：2016 年-2019 年产销量



资料来源：公司公告、天风证券研究所

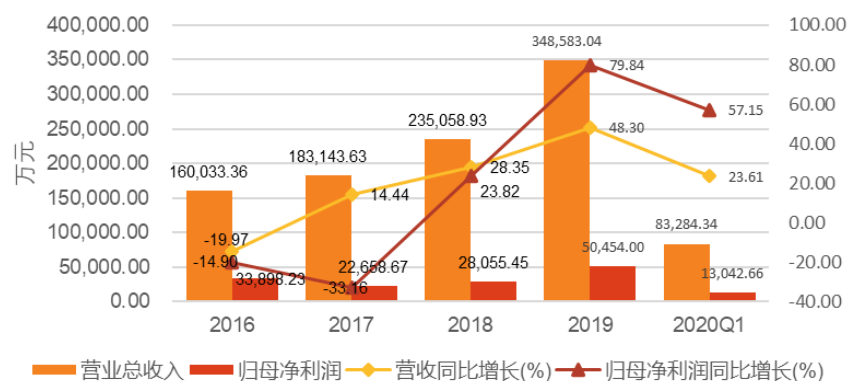
1.6. 营收分析

1.6.1. 营业收入及归母净利润

公司主营业务突出，近三年收入占的比例皆超过 97%。公司主营业务包括风电产品业务和塑料机械业务，以风电产品业务为主。2016 年-2019 年，风电产品业务销售收入分别 11.73 亿元、11.74 亿元、15.88 亿元和 28.57 亿元。其他业务收入主要包括柴油机铸件、加工中心铸件等其他大型铸件收入。

2019 年，公司实现营业收入 348,583.04 万元，同比增长 48.30%，净利润 50,454.00 万元，同比增长 79.84%。2020Q1 公司实现营业收入 83,284.34 万元，与去年同期相比增加 23.61%；归母净利润 13,042.66 万元，同比增长 57.15%。

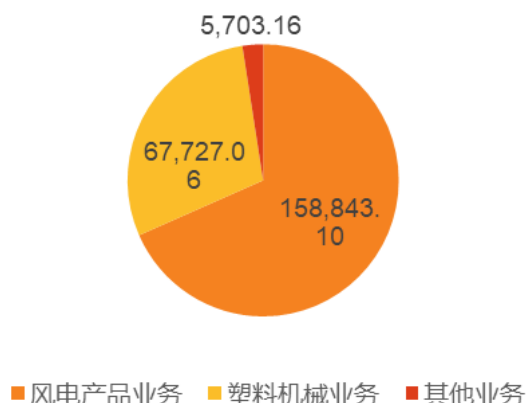
图 4：2016 年-2020Q1 营业收入与归母净利润（单位：万元）



资料来源：wind、天风证券研究所

随着国内风电行业的快速发展，风电产品业务在营业收入中占得比重逐年攀升，从 2018 年的 68% 增长到 2019 年的 82.88%。我们认为，随着陆上风电业务成熟，年装机量趋于稳定以及海上风电业务快速推进，公司的风电产品营收占比将会逐步提升。

图 5：2018 年营业收入情况（单位：万元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：2019 营业收入情况（单位：万元）

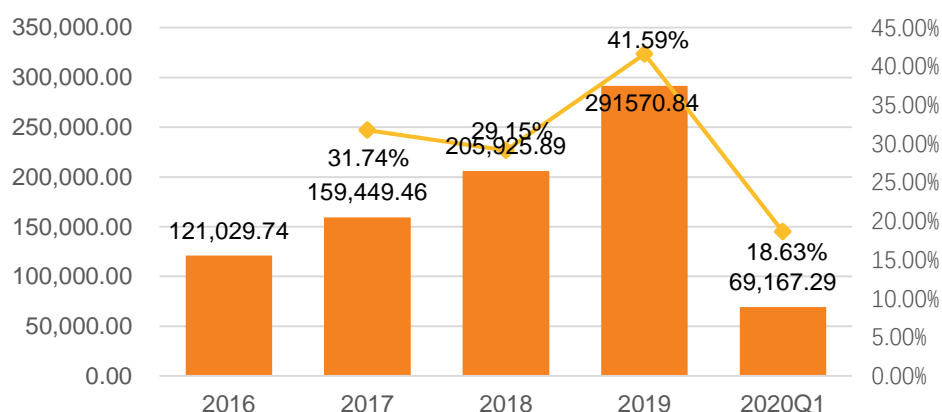


资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.6.2. 成本

成本管控力度增加。2019 年总成本为 29.2 亿元，同比增长 41.59%，2020Q1 相较 2019Q1 总成本增长 18.63%。营业总成本变动主要由于销售量增加导致。此外，2018 年产品主要材料生铁废钢价格处于高位震荡，2019 年趋落，公司继续狠抓成本控制措施，积极拓展采购渠道，引进高性价比的新材料和新供方，完善考核制度，提升生产质量，公司成本得到持续改善。

图 7：2016-2020Q1 总成本情况（万元）

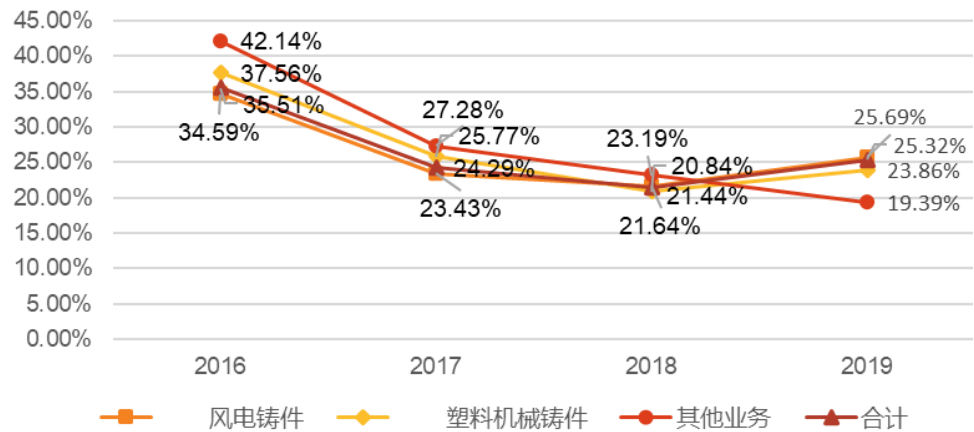


资料来源：wind、公司公告、天风证券研究所

1.6.3. 毛利和毛利率

受主要原材料采购单价波动的影响，毛率先降后增。目前风电铸件为公司毛利的主要来源。2016-2018 产品毛利率持续下降，主要原材料生铁、废钢及树脂等材料单价从 2016 年下半年开始大幅度上升后 2017 年与 2018 年维持在高价，导致成本增加幅度大于收入增加幅度。2019 年主要原材料价格处于高位震荡下行趋势，并且公司大型化产品高附加值产品销量增加以及自行精加工产量增加获取了部分加工环节的利润，公司毛利率得到持续改善，相比 2018 年增加 3.88 个百分点。

图 8：2016 年-2019 年公司分类产品毛利率

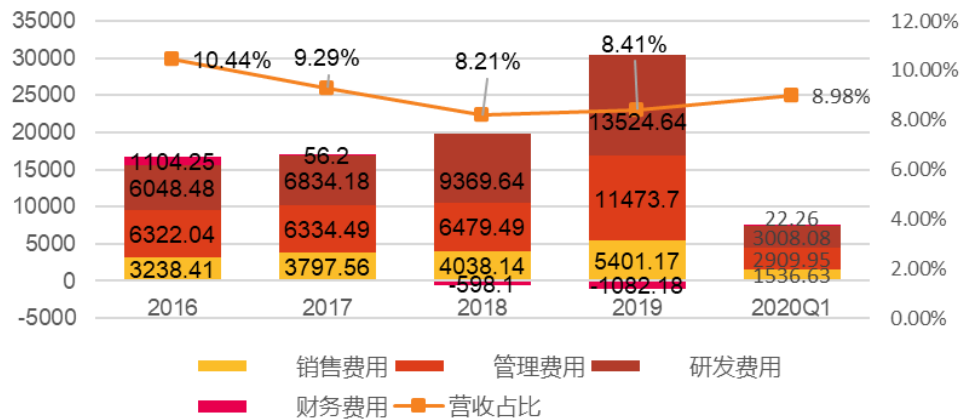


资料来源：wind、公司公告、天风证券研究所

1.6.4. 费用

2019 年各项费用总计为 2.93 亿元，占营业收入的 8.41%，同比增长 51.99%。其中研发和管理费用较高，支出 2.5 亿元，占各项费用的 85.3%。费用的上涨主要是由研发费用和管理费用增加导致的。2020Q1 各项费用总计为 0.75 亿元，同比增长 32.57%。

图 9：2016 年-2020Q1 费用情况（万元）

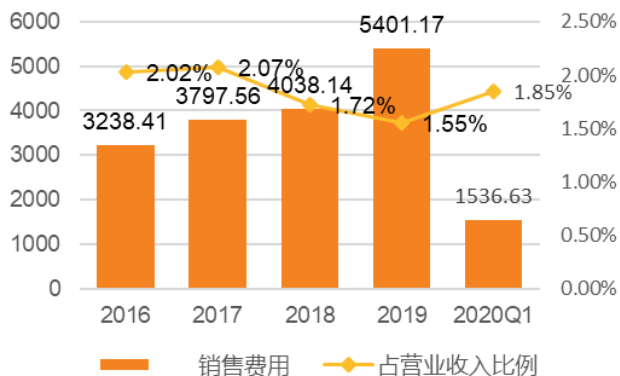


资料来源：wind、公司公告、天风证券研究所

销售费用逐步增加。公司销售费用主要由后运维费、职工薪酬、运输装卸费、差旅费和风场开发费构成，销售费用支出与业务关联度高，2016 年至今随着风电行业复苏，公司销量持续增加，导致运输费用增加。

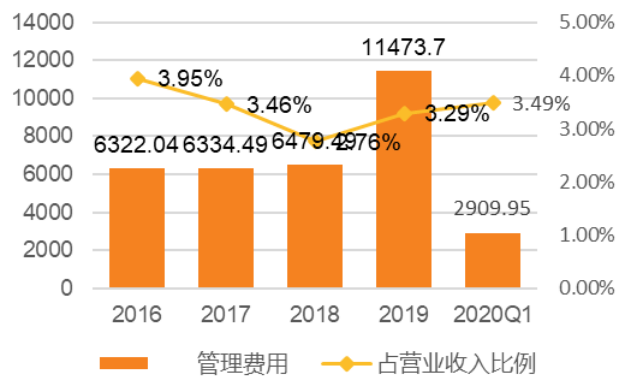
管理费用方面，公司 2016 和 2017 年管理费用基本保持稳定，2018 与 2019 年管理费用有所增加，主要系提效降本方针执行后员工绩效工资增加与公司实施股权激励后形成的股份支付费用所致。2020Q1 管理费用同比增加 19.9%，主要由员工数量增加人工工资增加所致。

图 10：销售费用（单位：万元）



资料来源：wind、公司公告、天风证券研究所

图 11：管理费用（单位：万元）



资料来源：wind、公司公告、天风证券研究所

研发费用逐步增长。2019 年公司研发费用为 13524.64 万元，占营业收入比重为 3.88%，2016 年-2019 年，公司研发费用逐步增加，其中 2016 与 2017 年研发费用所占比例分别为 3.78% 和 3.73%，较为接近。2018 年开始公司持续在大兆瓦产品、针对国际客户的高技术要求风电产品以及节能型注塑机产品加大了研发力度，以满足风电产品大型化的市场需求及新能源汽车快速增长对节能型注塑机产品的需求，研发费用及占比有了显著提升。2019 年公司开始研发由欧美垄断的核废料储存罐产品，通过增加产品种类进一步拓展企业成长空间。2020 年公司继续专注研发大型化新产品和新领域技术（核储存罐），Q1 期研发费用同比增加 29.49%。

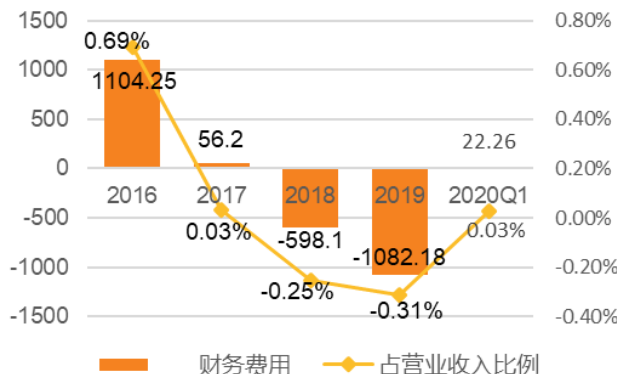
财务费用逐年递减。2016-2019 年，公司财务费用分别为 1104.25 万元、56.2 万元、-598.1 万元和 -1082.18 万元。公司的财务费用主要由贷款利息支出、票据贴现和收入构成。2016-2017 年公司加强了应付账款信用期管理，把盈余资金用于归还银行借款，银行借款利息支出减少，存款利息增加。2018-2019 年积极激活沉淀资金，提升了资金收益率，导致利息收入有所增加，同时人民币贬值使得汇兑收益增加。2020 年 Q1 财务费用同比增加 116.45%，主要为发行可转债后计提利息支出增加所致。

图 12：研发费用（单位：万元）



资料来源：wind、公司公告、天风证券研究所

图 13：财务费用（单位：万元）



资料来源：wind、公司公告、天风证券研究所

2. 公司业务情况

公司紧抓行业复苏契机，持续推进“两海战略”，专注海外市场与海上风电铸件，吸引订单量，提升毛利率。海外市场与 Vestas、GE、三菱重工、日本铸钢所等客户的合作不断深入，订单量不断攀升。在国内市场上，重点开发生产了大兆瓦机型和海上风机产品，取得明显进展，积极拓展市场。2019 年产品销量为 33.16 吨，比 2018 年增长 33.89%，主营业

务铸件收入为 34.47 亿元，比 2018 年增长 48%左右。

2.1. 规模化经营提升核心竞争力

大型重工装备铸件行业是较为典型的规模行业，唯有规模化经营才能有效降低经营成本、抵御市场风险，提升企业的核心竞争能力。截至目前，公司拥有年产 40 万吨铸件的铸造产能规模，形成了年产 10 万吨大型铸件精加工能力。下一步，公司将根据市场变化，稳步推进募投项目的建设以及内部技改项目。此外，去年上半年公司投资建设“年产 18 万吨（一期 10 万吨）海上装备关键部件项目”已经开始释放产能，良好的区位优势将为广东、福建、浙江、江苏等国内海上风电核心建设地批量提供海上大型风电铸件。

表 3：公司现有在建扩产项目

项目	方式	项目进度
年产 12 万吨大型海上风电关键部件精加工生产线建设项目	募集资金	2020 年 1 月 7 日可转债资金投入
年产 18 万吨（一期 10 万吨）海装关键铸件项目	自有资金	2019 年 9 月 28 日通过项目预验收
年产 10 万吨精加工项目	自有及募集资金	2019 年 6 月已形成 7.5 万吨精加工能力，预期 2020 年将提升至 10 万吨。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

风电铸件 80%以上的产能集中在中国，其余 20%主要在欧洲和印度，产业集中度高。国内目前生产风电铸件的企业有 20-30 家，2019 年产能规模较大的主要有日月股份、吉鑫科技、永冠集团和山东龙马，其余各家产能都在 10 万吨以下。

表 4：国内风机铸件主要制造厂商及产能情况

厂商	产能（万吨）
日月股份	42.00
永冠集团	22.00
吉鑫科技	16.00
山东龙马	15.00
华东风能	8.00

资料来源：新思界产业研究中心、华东风能官网、天风证券研究所

公司是国内铸件产能最大的公司之一，在 2016 年通过 IPO 投资年产 10 万吨精加工项目并在之后进行了拉产；在 2019 年末发行可转债募集资金建设年产 12 万吨大型海上风电关键部件精加工生产线建设项目。截至 2019 年 8 月底，公司在手订单总量约 20.09 万吨，其中风电铸件产品 18.83 万吨，4MW 以上风电铸件产品在手订单约 7.28 万吨。目前所有在建项目完成后公司将拥有 48 万吨铸件产能和 22 万吨精加工产能。

表 5：截至 2019 年 8 月 31 日公司 4MW 以上风电铸件产品在手订单

序号	客户名称	产品名称	订单重量/kg
1	上海电气	轮毂、底座等	15,195,560.00
2	中国海装	轮毂、主机架等	35,797,200.00
3	远景能源	轮毂、主轴、机舱底板等	7,059,850.00
4	金风科技	轮毂、底座等	1,627,255.00
5	东方风电	轮毂、前机架等	199,540.00
6	明阳智能	轮毂、机舱弯头等	12,574,500.00
7	GE	前机架、中机架等	395,250.00

资料来源：公司公告、天风证券研究所

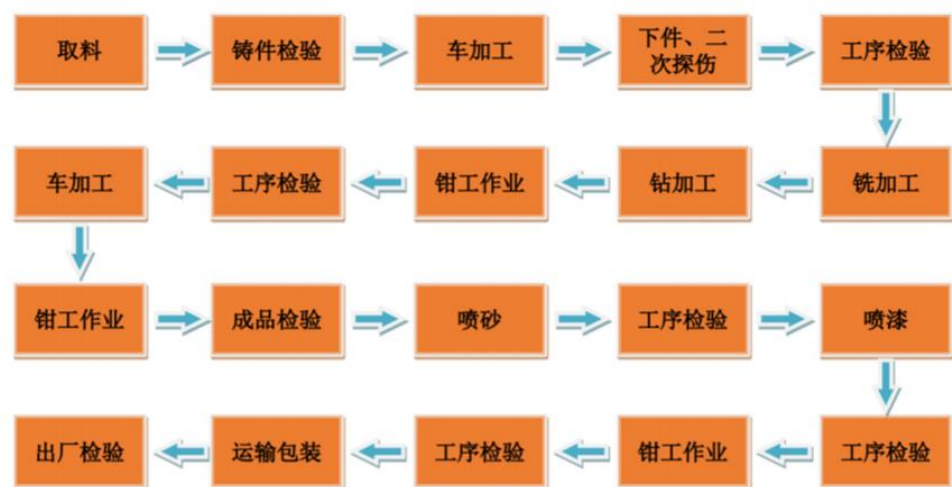
2019 年 12 月，公司发行总额为 12 亿元的可转债募集资金，期限为六年，每年付息一次，第一年到第六年的债券利率分别为 0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%。2020 年 6 月 27 日后可进行转股，初始转股价格为 19.68 元/股。其中 8.41 亿元投入年产 12 万吨大型海上风电关键部件精加工生产线建设项目，3.59 亿元作为补充流动资金。项目建成后公司精加工产能可达到 22 万吨，初步实现大型海上风电关键部件的全工序生产，进一步提升综合竞争力。

2.2. 强化精加工工序打破发展瓶颈

精加工工序的薄弱已成为公司快速发展的瓶颈因素，实现全工序生产后可以进一步提升公司综合竞争力。大型海上风电关键部件是集配料、熔炼、铸造、精加工和检测等工序于一体的高新技术产品。原材料需要经过毛坯铸造和精加工两个环节才能制备成精加工件交付客户。随着核心零部件大型化趋势的日益凸显，下游对产品的配合面加工精度、强度、抗疲劳性、可靠性等性能指标要求不断提高，客户倾向于选择技术实力雄厚、品控能力强、具备“一站式”交付能力的供应商合作。

在毛坯铸造环节，公司与日星铸业主要负责造型、熔炼、浇注等工序，精华金属和月星金属主要负责清理等工序，其中，对砂箱、模具底座等制作工艺相对简单、附加值相对较低的自用铸件工具，主要通过外协予以解决。在 2016 年 IPO 之前，公司无自主精加工环节的生产能力，精加工环节主要通过外协厂商完成。通过 IPO 募投项目“年产 10 万吨大型铸件精加工建设项目”的实施，公司逐步形成了适用于塑料机械铸件和 4MW 以下风电铸件的精加工能力。

图 14：铸件精加工流程

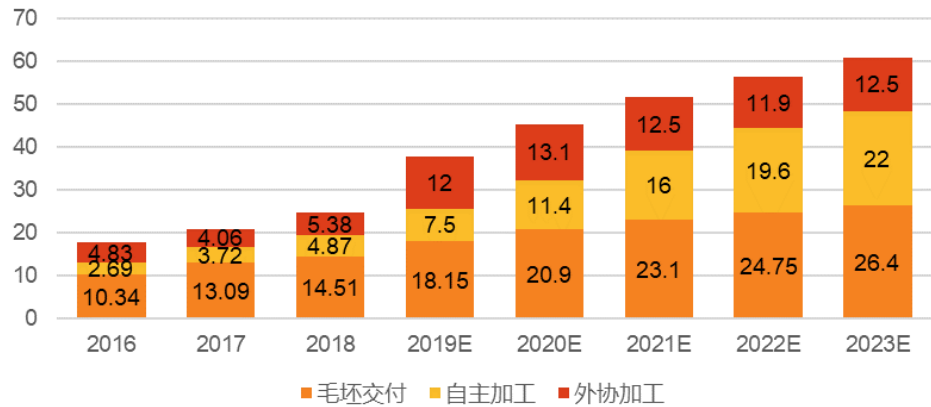


资料来源：公司公告、天风证券研究所

随着海上风电装机量高速增长及关键零部件大型化发展趋势日趋明朗，公司对更大型铸件

产品精加工能力尤其是 4MW 以上风电铸件产品加工能力的需求日益迫切，2019 年底完成的募投项目主要为 4MW 以上风电铸件产品提供精加工产能，部分设备最大可满足 12MW 风电机组部件的加工需求。两次募投项目均专注于铸件产品精加工环节，是对公司现有生产工序的补充和完善，以满足下游成套设备制造商对精加工铸件的“一站式”采购需求。

图 15：2016-2023E 公司产品交付构成规划（单位：万吨）



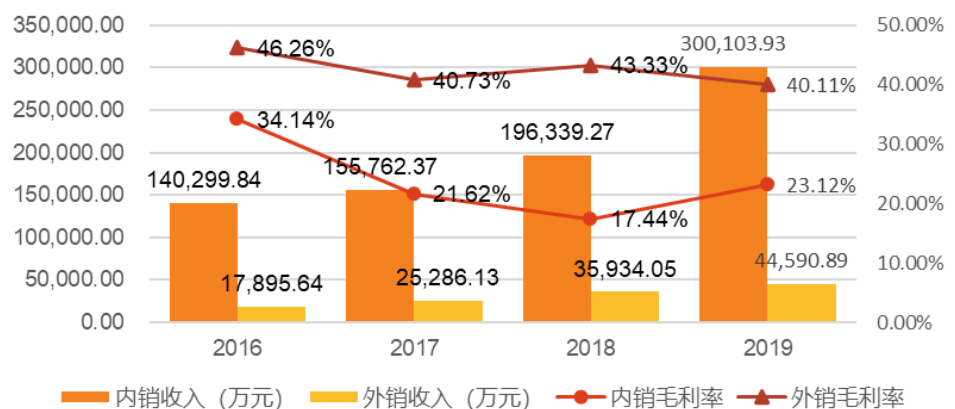
资料来源：公司公告、天风证券研究所

新募投“年产 12 万吨大型海上风电关键部件精加工生产线建设项目”2020 年 2 月进行设备安装及调试，2020 年 7 月进入项目大型海上风电关键部件精加工线试运行阶段，2020 年度实际产能可达到 20%，预计 2023 年满产。未来几年，公司交付产品结构有望得到进一步优化，精加工产品比例逐年增加，提升公司的交付能力，市占率有望得到进一步提升。

2.3. 海外市场开拓顺利推进，带动毛利率提升

从 2016-2019 海内外收入与毛利率情况来看，外销毛利率大于内销毛利率，且差距始终较大；公司布局海外市场，海外收入份额与占比持续上涨。但与业内其他头部厂商相比，如吉鑫科技在其 2019 半年报中披露外销占比约 50%，公司的海外收入相对较低，有进一步提升的空间。此外，鉴于海外客户对“一站式”采购的高要求，拓展海外市场可以使新建设产能得到充分的利用和释放。公司在 2019 年报中披露，与 Vestas、GE、三菱重工、日本铸钢所等客户的合作不断深入，订单量不断提升。2019 年 Vestas 新增陆上风机订单 17.88GW，同比增长 25.8%，续创历史新高。基于 2019 新增订单情况，可以预判海外风机龙头企业 2020 年出货量有望较快增长，公司业绩有望受益于海外需求的增长而提升。

图 16：2016-2019 公司海内外销售收入及毛利率



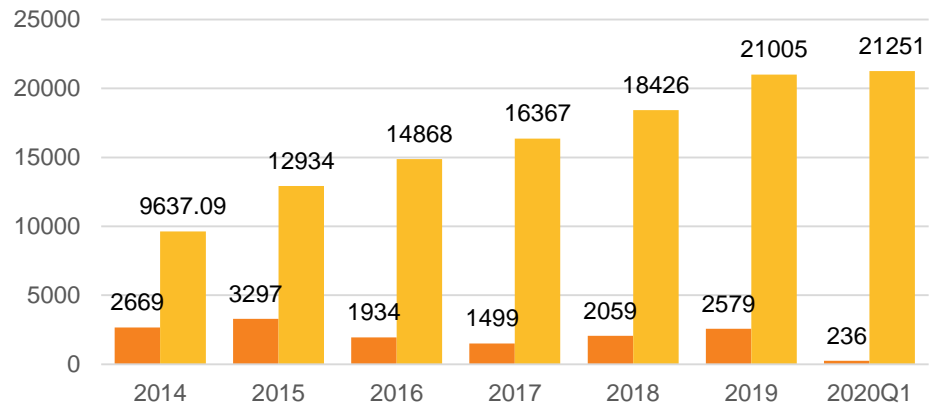
资料来源：wind、公司公告、天风证券研究所

3. 风电行业发展情况

3.1. 装机量

2019 年，全国累计并网容量 21005 万千瓦，同比增长 14%。年内新增风电并网容量为 2579 万千瓦，较 2018 年的 2059 万千瓦增长 25.25%。2020 年一季度，受新冠疫情影响，风机吊装量出现显著下滑，吊装量为 236 万千瓦，同比下滑 50.63%，其中陆上风电新增装机 207 万千瓦，同比下滑 55.58%；海上风电新增装机 29 万千瓦，同比增长 141.67%。我们认为，由于除湖北地区外，目前抢装截止日期尚未延后，开发商为了拿到补贴电价，仍需积极抢装，因此二季度开始风机吊装量有望得到明显改善。

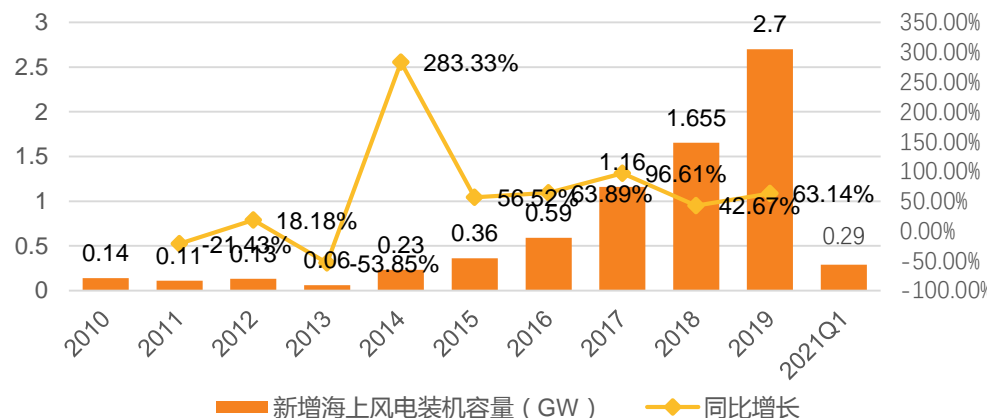
图 17：2014-2020Q1 全国风机并网量（单位：万千瓦）



资料来源：国家能源局、天风证券研究所

海上风场距离负荷中心较近，消纳能力强，且海上风电利用小时数超陆上风电，发电量优势显著，风电发展逐渐向海上转移。据国家《风电发展“十三五”规划》，到 2020 年全国海上风电开工建设规模达到 10GW，海上风电将保持高速增长态势。随着海上风电装机需求增长，及风电实施地逐步由潮间带向近海、远海推进，风电制造商积极布局大兆瓦海上风电机组。5MW 及以上风电机组已逐渐成为国内外主要风电厂商的发展重点。随着大功率风电机组的普及，与之配套的核心零部件大型化趋势日益显现。

图 18：2010-2020Q1 全国每年新增海上风电装机容量



资料来源：CWEA、彭博新能源财经、智库咨询、天风证券研究所

3.2. 2020-2022 行业发展预期

2020 年底是陆上风电补贴的最后期限，行业年内将进行最后一轮补贴抢装。这一年，我们需要重点关注吊装量、弃风率、电网能力。

3.2.1. 2020 实际能够完成的吊装量

我们对国内主力整机制造商 2016-2019 年的出货量做了统计，并对 2020 年的整机交付量做出预期，受到零部件齐套率、产品运输距离以及新冠疫情停工等多方面影响，按照目前各大企业的产能、市占率情况，我们预期 2020 年主机交付量约为 35GW。主力厂商为金风科技、远景能源、运达股份、明阳智能、上海电气，这五家厂商将贡献约 75.56%的装机量。

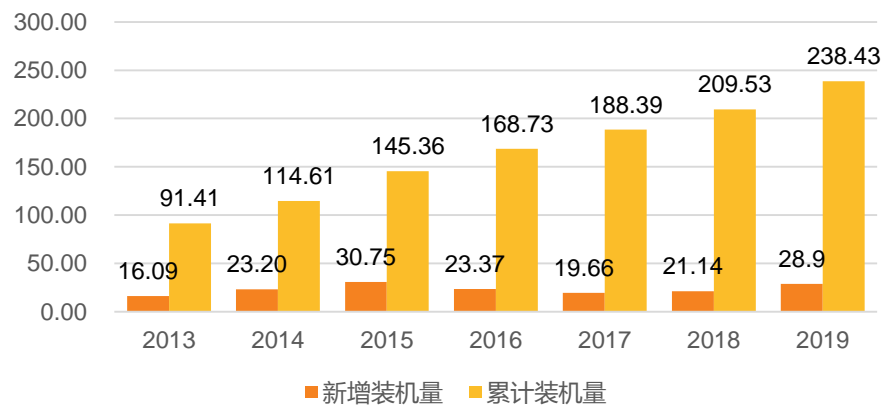
表 6：2016-2020E 市占率前十位主机厂供货量预期（单位：GW）

主机厂商	2016	2017	2018	2019E	2020E
金风科技	6.34	5.23	6.71	7.00	11.00
远景能源	2.00	3.04	4.18	6.30	8.50
联合动力	1.91	1.31	1.24	1.10	1.20
上海电气	1.73	1.12	1.41	1.80	2.40
运达风电	0.72	0.83	0.85	1.50	3.00
中国海装	1.83	1.16	0.81	0.90	1.00
湘电风能	1.24	0.93	0.55	0.30	0.50
Vestas	0.51	0.39	0.54	0.60	1.00
东方电气	1.23	0.80	0.38	0.70	1.30
其他	5.87	4.85	4	4.2	5.1
合计	23.37	19.66	21.14	24.40	35.00

资料来源：CWEA、天风证券研究所

风机交付一般是和其他部件（如塔筒）同一时间运输到现场，工程方统一进行吊装，因此风机交付后基本能尽快完成吊装。根据 2013-2019 风电吊装量数据，风机的交付量和风机吊装量基本吻合，因此我们预期 2020 年的风机吊装量约 35GW。

图 19：2013-2019 全国风机吊装量（单位：GW）



资料来源：CWEA、天风证券研究所

3.2.2. 2021-2022 装机量预期

2021-2022 年以消耗存量项目为主，包括递延并网的补贴项目、平价大基地项目、目前核准的分散式以及自愿转为平价项目。

3.2.2.1. 2020 年顺延并网的项目

根据招标数据，2019 年陆上风电招标量约为 51GW。我们认为，即使按照目前公布的电网消纳能力推算，我们预期实际并网量约为 30-35GW，依旧有 31.37%的容量需要递延到 2020 年后并网。根据实际并网能力，我们预期大约有 15-20GW 容量需要在 2020 年后实现并网。

3.2.2.2. 平价大基地项目

2019 年已核准的平价大基地项目中，兴安盟和乌兰察布项目已完成招标，其余 8.96GW 预

期在 2020 年开始招标。这些项目将在 2021 年开始陆续建成投产。

表 7：平价基地项目

地区	项目	装机容量	开发商
吉林	吉林省白城市风电平价上网示范基地示范项目大唐向阳公司向向阳风电场二期工程	600	大唐
内蒙古	阿拉善盟区上海庙风电大基地	160	华能
内蒙古	乌兰察布 600 万千瓦平价大基地项目	6000	国电投
内蒙古	兴安盟 300 万千瓦革命老区风点扶贫项目	3000	中广核
内蒙古	大唐呼和浩特风电大基地平价项目	600	大唐
内蒙古	内蒙乌兰察布市化德县风电扶贫平价基地项目	2000	中广核
内蒙古	内蒙古商都县 200 万千瓦风电项目	2000	太重新能源
内蒙古	内蒙古包头市 160 万千瓦可再生能源示范项目	1600	/
内蒙古	乌兰察布市卓资县风电项目	2000	国电投
合计		17960	/

资料来源：国家能源局、天风证券研究所

3.2.2.3. 自愿转为平价的项目

2019 年一季度，国家发改委公布了第一批拟建平价上网项目信息表，除了广东省连州市龙坪镇、星子镇 100MW 风力发电项目给出 2021 年 9 月预投产时间外，有大约 3GW 的项目尚未给出预期投产时间。其中，山东省 25 万千瓦、河南省 110 万千瓦、湖南省 35.9 万千瓦，特别是吉林省有 119 万千瓦的项目是存量项目自愿转为平价上网项目。我们认为，部分开发厂商由于各种问题不能按时开工时建设，为了不使前期投资变为沉没成本，大多有意愿转为平价项目。并且，市场预期长期电价还有向下趋势，开发商更愿意尽早并网发电，会尽量将这些存量项目尽快执行。我们预期，这些项目将在 2021-2022 年逐步建成投产。

3.2.2.4. 分散式崭露头角

2019 年开始，政府鼓励分散式风电项目的意向愈发显著。分散式可以在大型商业和工业区应用，未来可以实现自我发电，自我消纳，核心竞争力是电价便宜，符合我国电价下调的长期趋势。截至目前，共 14 个省市下发了利好分散式风电的相关政策。包括湖北、山东、河南、内蒙古、内蒙古赤峰市、黑龙江、广东、青海、广西、安徽铜陵市、安徽滁州市、安徽池州市、宁夏、天津等。近期，湖北、辽宁、安徽、江西、内蒙、吉林六省已核准的分散式项目达到 2.78GW，这些项目预期将在 2020 年后开始建设。

综上所述，我们预期 2020 年风机吊装量约为 35GW，实际并网量在 30-35GW 之间。平价以后，2021-2022 年，补贴递延项目、平价大基地项目、分散式发电项目等需要处理的存量项目加上今年新核准的项目总容量约为 50GW，年装机量不会断崖式下滑。

3.3. 政策影响

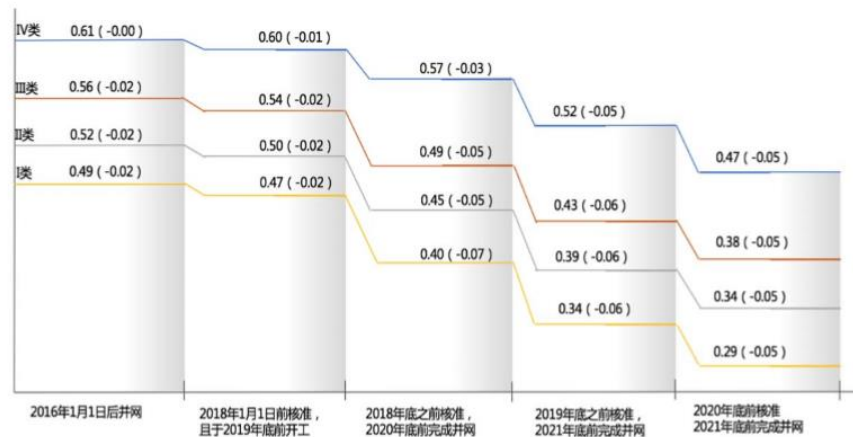
3.3.1. 陆上风电电价退坡

将陆上风电标杆上网电价改为指导价。新核准的集中式陆上风电项目上网电价全部通过竞争方式确定，不得高于项目所在资源区指导价。2019 年 I~IV 类资源区的新核准陆上风电指导价分别调整为每千瓦时 0.34 元、0.39 元、0.43 元、0.52 元（含税）；2020 年指导价分别调整为每千瓦时 0.29 元、0.34 元、0.38 元、0.47 元。指导价低于当地燃煤机组标杆上网电价的地区，以燃煤机组标杆上网电价作为指导价。参与分布式市场化交易的分散式风电上网电价由发电企业与电力用户直接协商形成，不享受国家补贴。不参与分布式市场化交易的分散式风电项目，执行项目所在资源区指导价。并且，通知对并网时间做出了限制，2018 年底前核准的陆上风电项目，2020 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴；2019 年 1 月 1 日至 2020 年底前核准的陆上风电项目，2021 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴。自 2021 年 1 月 1 日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。

本次补贴退坡政策较 2015 年的补贴退坡政策存在较大差异，带来的影响程度也有所不同。我们对两次的政策进行比对，补贴退坡强调范围有所变化，2015 年的政策给出了 2016 和

2018 年的标杆电价，而 2019 年废止了标杆电价，改为指导价。并且，2015 年的补贴退坡主要是针对 I~III 类风区，IV 类风区降幅较小。而 2019 年的新政策是对所有风区进行降价，范围更广。此外，2015 年的政策要求 2016 年、2018 年等年份 1 月 1 日以后核准的陆上风电项目分别执行 2016 年、2018 年的上网标杆电价，补贴参照的是核准时间，而 2019 年新政策参照的是并网时间。因此，新政策对取得补贴的要求更为严格。

图 20：陆上风电四类风区上网指导价变化



资料来源：金风科技业绩演示会、天风证券研究所

由于新的补贴政策以并网时间为节点，开发商为了能够按时并网，获得预期的上网电价，加快建设速度，缩短工期，导致新一轮抢装潮到来。由于风机、塔筒的交付周期不同，价格、订单量、排产情况受抢装潮影响的程度也有所不同。主机厂从中标到交付主机的周期为 12-18 个月，主机厂为保证按时交付风机，目前已经很少再接抢装订单，一些企业会少量接受在 2020 年需要部分并网的风机项订单。根据现有订单情况，各大主机厂 2020 年排产已满。塔筒方面，供应商从中标到交付塔筒的周期为 5-8 个月，因此，抢装订单的价格和数量尚未表现得像主机订单一样突出，供应商 2020 年尚可提供一些产能给抢装订单。

3.3.2. 关于补贴分配问题

2020 年春节前期，国家接连发布了《可再生能源电价附加补助资金管理办法》、《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》和《关于 2020 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知（征求意见稿）》三个文件，对风电、光伏等非水可再生能源提出新的管理要求。

文件中，项目的补贴方式和核准要求值得注意。首先，政策对补贴进行要求，提出以收支，合理确定新增补贴项目规模。这个主要是根据基金征收情况和用电量增长等因素，预计 2020 年新增补贴资金额度为 50 亿。目前，明确给出在 50 亿补贴中，光伏补贴规模占 15 亿元，剩余 35 亿由风电和生物质发电来分配。具体到风电补贴方面，有补贴的陆上风电按照两项约束进行规模管控，第一是“十三五”可再生能源规划对于各省的风电设定的发展目标，第二是消纳能力。根据国家发展改革委和国家能源局共同发布的《电力发展“十三五”规划》，要求“十三五”期间，风电新增投产 0.79 亿千瓦以上，2020 年全国风电装机达到 2.1 亿千瓦以上。截至 2019 年，我国风电累计并网容量 21005 万千瓦，已经达到十三五规划的要求。因此，我们认为这 50 亿补贴中留给风电的补贴非常有限。此外，风电项目核准方面，政策要求以明、后两年电网消纳能力为依据合理安排新增核准（备案）项目规模；但是今年的核准的项目最快也是明年建设，今年在建的项目都是 2019 年及以前核准的，因此对目前在建项目没有影响。

3.3.3. 消纳空间超预期

受消纳空间有限的制约，2019 年部分项目由于无省电网公司的消纳文件，无法通过审批参与并网。在此基础上，今年国家能源局组织电网企业测算论证风电、光伏发电新增消纳能力，积极释放新能源新增消纳空间，明确行业预期，促进行业扩投资、稳增长。2020 年 5

月 20 日，国家电网有限公司发布《2020 年风电、光伏发电新增消纳能力的公告》，明确一季度风光发电的限发电量不纳入消纳考核，国家电网经营区 2020 年风电新增消纳能力 29.45GW，加上蒙西电网之前已承诺今年新增消纳风电 1GW，2020 年全国新增风电消纳将突破 30GW。同时，国家能源局在 5 月 19 日发布的《关于建立健全清洁能源消纳长效机制的指导意见（征求意见稿）》中表示，要构建以消纳为核心的清洁能源发展机制，加快利于新能源消纳的电力市场制度，提升电力系统调节能力，推动清洁能源消纳模式创新，构建清洁能源消纳闭环监管体系，从而促进清洁能源高质量发展。

受疫情发展趋势和“抢装潮”影响，2020 年国内风电市场有望成为全球风电行业的“领跑者”。风电消纳空间的放宽与消纳长效机制的建设从各方面提升了风能消纳能力，将有效缓解风电抢装并网压力，2020 年风电装机量有望进一步提高。

4. 盈利预期

4.1. 同业比较

我们将公司与同行业公司进行比较，发现公司 EPS 高于同业水平，作为零部件厂商，EPS 基本可以与主机厂商相媲美，考虑到公司的成长性，我们预期公司未来具有较强的盈利能力。

表 8：同业比较

公司名称	PE			EPS		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
日月股份	23.04	15.08	12.26	0.95	1.45	1.79
天顺风能	15.06	10.45	8.94	0.42	0.56	0.66
泰胜风能	22.75	10.63	8.87	0.21	0.36	0.43
运达股份	48.88	10.22	6.93	0.36	1.3	1.92

资料来源：wind、天风证券研究所

4.2. 营收拆分

产能扩张方面，我们假设新日星年产 18 万吨（二期 8 万吨）海上装备关键部件项目能够在 2021 年如期竣工，并于三季度开始释放 2-3 万吨的产能规模。

产能安排方面，我们假设公司将 85%的产能留给风电铸件，其余 15%产能留给注塑机。

产量方面，我们根据公司以往的产量表现，假设公司具有 10-15%的超产能力。

价格方面，我们假设公司陆上风电铸件价格约为 11000 万元/吨，海上风电铸件价格约为 14000 万元/吨。

表 9：营收拆分

板块	2019	2020E	2021E	2022E
风电行业	285,676.81	426,550.00	512,550.00	584,550.00
注塑机行业	54,604.84	36,000.00	39,600.00	39,600.00
其他	4,413.17	5,000.00	6,000.00	6,500.00
合计	344,694.82	467,550.00	558,150.00	630,650.00

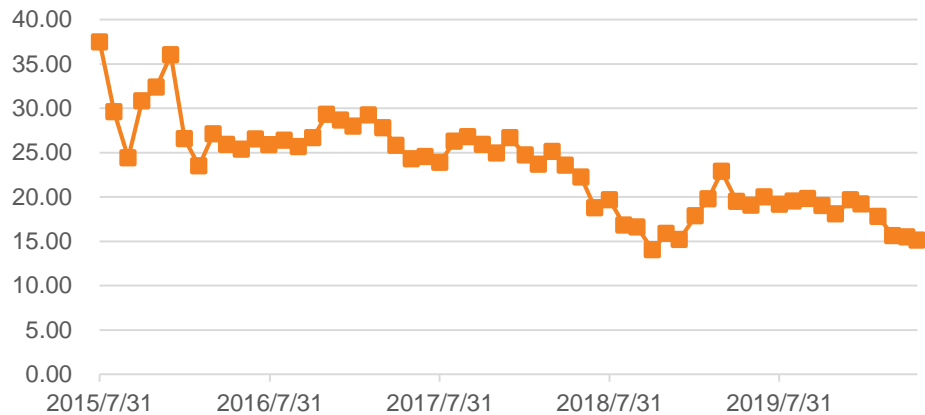
资料来源：公司公告、天风证券研究所

4.3. 盈利预期

我们预期公司 2020-2022 年营收分别为 46.76、55.82、63.07 亿元，归母净利润分别 7.71、9.48、11.10 亿元；当前股价对应 PE 分别为 15.08、12.26、10.47；EPS 分别为 1.45、1.79、

2.09 元。估值方面，2015 年是抢装年，因当年公司未上市，以同行业公司金风科技做参考，PE 值为 22.73；今年也是陆上风电抢装年，目前风电行业公司估值处于底部，并且行业发展符合国家鼓励基建的决策，待新冠疫情造成的市场情绪波动稳定后，行业估值有望进行修复，预期估值水平约为 18 倍，对应目标价 26.1 元。公司系风电铸件龙头企业，抢装期表现突出可期，我们给予“增持”评级。

图 21：截至 2020 年 5 月 24 日风电行业估值历史情况



资料来源：wind、天风证券研究所

5. 风险提示

5.1. 原材料价格波动风险

公司铸件产品所需的主要原材料为生铁和废钢，若原材料价格持续上涨，原材料采购将占用公司更多的流动资金，从而加大公司资金周转的压力，同时原材料价格上涨使得产品成本持续走高，导致公司产品毛利率下降及利润降低。

5.2. 客户集中的风险

2019 年公司前五名客户销售额 211,819.94 万元，占年度销售总额 60.77%，如果公司与客户的合作出现问题，或者公司主要客户的生产经营发生重大不利变化，将会对公司的生产经营带来不利影响。

5.3. 全球经济低迷，可能对海外订单造成影响的风险

公司出口欧美市场订单量近几年稳步增加，目前全球经济低迷，如公司海外客户需求减少或无法按照计划经营，可能会影响公司后续订单。

5.4. 安全生产及环保风险

公司属于大型重工装备企业，生产条件复杂，部分工种存在一定的安全风险，虽然企业一直以来高度重视安全生产，并获得了国家一级安全企业认证和国家级绿色企业称号。但如果由于重大安全生产或环保事件，均可能对公司正常生产造成不利影响。

5.5. 政策性风险

公司核心产品是风电铸件，销量情况与风电行业发展情况联系紧密。风电行业发展受国内政策影响较大，因此公司营收的情况与国内风电行业相关政策关联度较高，紧缩的政策将影响到公司的订单及销量。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	931.88	2,269.99	2,498.73	3,092.37	3,486.66
应收票据及应收账款	1,603.07	1,124.27	1,473.26	1,627.61	1,876.04
预付账款	12.92	2.59	17.86	8.45	19.40
存货	395.11	481.70	605.31	719.69	840.97
其他	15.37	1,059.35	1,008.85	1,038.86	1,035.67
流动资产合计	2,958.36	4,937.90	5,604.01	6,486.99	7,258.74
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	767.66	1,119.54	1,188.75	1,396.65	1,790.71
在建工程	83.24	186.27	213.02	277.81	412.69
无形资产	158.53	157.71	153.17	148.63	144.09
其他	77.44	186.21	163.85	138.31	152.89
非流动资产合计	1,086.87	1,649.74	1,718.79	1,961.40	2,500.38
资产总计	4,045.23	6,587.64	7,322.80	8,448.39	9,759.12
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	911.09	1,703.75	1,800.93	1,953.26	2,158.47
其他	105.11	217.90	186.52	208.49	200.20
流动负债合计	1,016.20	1,921.65	1,987.45	2,161.75	2,358.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	1,039.95	1,039.95	1,039.95	1,039.95
其他	59.73	83.08	67.08	69.96	73.38
非流动负债合计	59.73	1,123.03	1,107.03	1,109.91	1,113.32
负债合计	1,075.93	3,044.68	3,094.48	3,271.66	3,471.99
少数股东权益	0.00	0.98	0.98	0.98	0.98
股本	407.23	531.35	531.28	531.28	531.28
资本公积	911.56	845.00	845.00	845.00	845.00
留存收益	2,609.17	2,924.98	3,696.07	4,644.48	5,754.87
其他	(958.66)	(759.36)	(845.00)	(845.00)	(845.00)
股东权益合计	2,969.30	3,542.96	4,228.32	5,176.73	6,287.13
负债和股东权益总	4,045.23	6,587.64	7,322.80	8,448.39	9,759.12

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	280.55	504.54	771.08	948.41	1,110.39
折旧摊销	96.61	108.85	48.59	61.85	85.60
财务费用	0.88	6.10	(23.31)	(27.33)	(32.16)
投资损失	(17.63)	(9.06)	(8.00)	(14.31)	(17.70)
营运资金变动	(136.77)	(885.55)	(365.22)	(86.61)	(191.72)
其它	(17.92)	1,122.54	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	205.73	847.42	423.14	882.00	954.42
资本支出	185.04	536.57	156.00	327.12	606.59
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(312.06)	(1,022.46)	(288.00)	(642.81)	(1,198.89)
投资活动现金流	(127.01)	(485.88)	(132.00)	(315.69)	(592.30)
债权融资	0.00	1,039.95	1,039.95	1,039.95	1,039.95
股权融资	8.35	201.13	(62.41)	27.33	32.16
其他	(41.45)	(153.08)	(1,039.95)	(1,039.95)	(1,039.95)
筹资活动现金流	(33.10)	1,088.00	(62.41)	27.33	32.16
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	45.62	1,449.54	228.73	593.64	394.28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,350.59	3,485.83	4,675.54	5,581.55	6,306.56
营业成本	1,847.74	2,607.18	3,373.49	3,975.02	4,485.52
营业税金及附加	15.44	15.36	19.64	23.44	26.49
营业费用	40.38	54.01	66.86	80.93	85.14
管理费用	64.79	114.74	170.66	217.12	233.34
研发费用	93.70	135.25	187.02	234.43	249.11
财务费用	(5.98)	(10.82)	(23.31)	(27.33)	(32.16)
资产减值损失	3.19	(2.83)	3.00	3.12	2.38
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.63	9.06	8.00	14.31	17.70
其他	(50.41)	(14.78)	(16.00)	(28.62)	(35.40)
营业利润	324.11	578.67	886.19	1,089.13	1,274.44
营业外收入	3.52	2.67	2.45	2.20	1.90
营业外支出	7.21	6.41	8.00	8.05	7.90
利润总额	320.41	574.94	880.64	1,083.28	1,268.44
所得税	39.86	70.40	109.55	134.87	158.05
净利润	280.55	504.54	771.08	948.41	1,110.40
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	280.55	504.54	771.08	948.41	1,110.39
每股收益（元）	0.53	0.95	1.45	1.79	2.09

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	28.35%	48.30%	34.13%	19.38%	12.99%
营业利润	24.10%	78.54%	53.14%	22.90%	17.02%
归属于母公司净利润	23.82%	79.84%	52.83%	23.00%	17.08%
获利能力					
毛利率	21.39%	25.21%	27.85%	28.78%	28.88%
净利率	11.94%	14.47%	16.49%	16.99%	17.61%
ROE	9.45%	14.24%	18.24%	18.32%	17.66%
ROIC	14.91%	25.42%	35.53%	35.68%	36.42%
偿债能力					
资产负债率	26.60%	46.22%	42.26%	38.73%	35.58%
净负债率	-31.38%	-34.72%	-34.50%	-39.65%	-38.92%
流动比率	2.91	2.57	2.82	3.00	3.08
速动比率	2.52	2.32	2.52	2.67	2.72
营运能力					
应收账款周转率	1.50	2.56	3.60	3.60	3.60
存货周转率	6.78	7.95	8.60	8.42	8.08
总资产周转率	0.61	0.66	0.67	0.71	0.69
每股指标（元）					
每股收益	0.53	0.95	1.45	1.79	2.09
每股经营现金流	0.39	1.60	0.80	1.66	1.80
每股净资产	5.59	6.67	7.96	9.74	11.83
估值比率					
市盈率	41.43	23.04	15.08	12.26	10.47
市净率	3.91	3.28	2.75	2.25	1.85
EV/EBITDA	11.64	11.84	10.97	8.40	6.80
EV/EBIT	14.41	13.62	11.59	8.89	7.27

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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