

## 中小股票

2017年07月10日

## 恒润股份 (603985)

——受益于海上风电的锻件领先企业，募投项目提升公司高端产能

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

投资要点：

● 优化产品结构，收入近三年基本保持稳定，但净利润三年复合增速高达 88%。公司主营高品质、高性能轧制环形锻件、锻制法兰及其他自由锻件。产品主要应用于风电、机械、石化等各个领域。其中风电领域是目前核心应用领域，收入占比超过 50%。且公司产品主要出口欧盟和日本，收入占比达到接近 80%。近三年公司顺应市场需求，调整产品结构，不断开拓优质海外大型客户，2016 年轧制环形锻件收入比重提升至 75%，整体毛利率 37%（同比提升 9%），净利率 15.05%（同比提升 6%）。

● 全球风电行业未来 5 年仍将保持稳定增长，年累计装机容量增速 10% 以上。其中全球海上风电累计装机保持 20% 以上的增速。根据全球风能理事会预测，预计 2021 年风电装机累计容量将达到 817GW。公司作为风电塔筒法兰领域的领先企业，我们认为公司将从两个层面受益：

(1) 国际上绑定主流风电厂，具备一定的先发优势和品牌优势，受益于行业共同成长。公司的风电塔筒法兰销售以外销为主（占比达到 89.94%），目前公司与西门子、通用电气等国际巨头建立了长期稳定的合作关系，且不断开拓国际新客户，拥有强大的客户资源，将受益于行业共同成长。另一方面，国内外风电市场正掀起一轮并购潮，17 年 4 月西门子收购完成歌美飒，在行业新一轮洗牌下，拥有国际龙头客户资源的公司将继续占优，预计市场份额有望进一步提升。

(2) 国内海上风电加速推进，或将给公司带来新的增长动力。根据十三五计划：风电新增装机容量在 8000 万千瓦以上，其中海上风电新增容量 400 万千瓦以上。测算下，对应的法兰的整体空间在 490 亿元（其中海上 45 亿元）。尽管目前国内市场主要由山东伊莱特等公司占据，但我们认为公司目前具备给海上风电大兆瓦风机配套法兰的生产能力，且参与过早期海上风电示范项目，未来在国内海上风电持续推进下，公司或将进入国内海上风电企业的供应商目录，开拓新的增长点。

● 募投项目提升精加工产能，高端产品有望持续放量。目前公司热处理及精加工能力的不足，是制约公司成品产能的“短板”。募投项目将显著提高公司精/深加工的产能，全部达产后将优化公司产能结构，预计 2019 年公司高端成品产能将达到 4 万吨以上，未来将有能力进入到更多高端装备领域的配套，提升天花板。

● 首次覆盖给予“增持”评级。公司轧制环锻件将受益于海上风电的快速发展，同时募投项目将大幅提升公司精加工产能，欲打造成为高端装备制造配套领域的领先企业。我们预计公司 2017-2019 年实现净利润 1.15、1.65、2.24 亿元，对应 EPS 分别为 1.44、2.07、2.80 元，对应 PE 为 35、24、18 倍。目前 18 年行业平均估值为 23 倍，但考虑到公司募投项目投产后，未来 18 和 19 年两年的净利润复合增速我们预计将达到 39%，同时结合公司在风电塔筒法兰领域的国际领先地位，我们按照 PEG 等于 0.92 给予公司 18 年 35.8 倍的估值（可比公司的平均 PEG 为 1.51，最低 PEG 为 0.92），中期对应目标市值 59 亿，首次覆盖给予增持评级。

● 风险提示：原材料价格下降带来产品价格下滑以及毛利率波动；下游高端市场开拓不达预期；风电行业发展不达预期。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	629	177	709	925	1,162
同比增长率 (%)	-5.93	27.68	12.66	30.47	25.62
净利润 (百万元)	95	30	115	165	224
同比增长率 (%)	62.04	25.60	21.42	43.48	35.76
每股收益 (元/股)	1.58	0.51	1.44	2.06	2.80
毛利率 (%)	37.3	37.5	35.2	37.5	38.5
ROE (%)	21.5	6.6	10.6	13.2	15.2
市盈率	32		35	24	18

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2017年07月07日

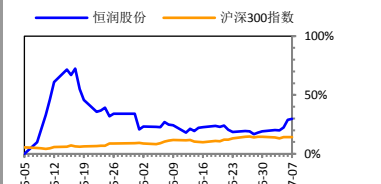
收盘价 (元)	50.37
一年内最高/最低 (元)	71.26/38.84
市净率	6.6
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	1007
上证指数/深证成指	3217.96/10563.72

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日

每股净资产 (元)	7.65
资产负债率 %	51.84
总股本/流通 A 股 (百万)	80/20
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

马晓天 A0230516050002  
maxt@swsresearch.com

研究支持

张滔 A0230116010002  
zhangtao@swsresearch.com

联系人

张滔  
(8621)23297818x7403  
zhangtao@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

公司深耕锻件行业多年，核心产品风电塔筒法兰绑定国际主流风电厂，具备一定的先发优势，将受益于海上风电的快速发展，同时募投项目将大幅提升公司精加工产能，欲打造成为高端装备制造配套领域的领先企业。首次覆盖给予“增持”评级。我们预计公司 2017-2019 年实现净利润 1.15、1.65、2.24 亿元，对应 EPS 分别为 1.44、2.07、2.80 元，对应 PE 为 35、24、18 倍。目前 18 年行业平均估值为 23 倍，但考虑到公司募投项目投产后，未来 18 和 19 年两年的净利润复合增速我们预计将达到 39%，同时结合公司在风电塔筒法兰领域的国际领先地位，我们按照 PEG 等于 0.92 给予公司 18 年 35.8 倍的估值（可比公司的平均 PEG 为 1.51，最低 PEG 为 0.92），中期对应目标市值 59 亿，首次覆盖给予增持评级。

另外基于公司现金流量的 FCFE 绝对估值下，我们的关键假设如下表 16：其中假设第 3-8 年的增速为 15%，主要是基于公司全球风电行业的整体发展目标及速度，根据 Make 发布了《2016 年全球海上风电市场报告》，海上风电由于欧洲和中国市场的驱动，预计长期增长将保持强劲，预计 2016-2025 年的复合年均增长率将为 20%，测算下对应 2020-2025 年的复合增速在 15%左右。结果：在 FCFE 估值模型下，公司目标市值为 57.83 亿元。

### 关键假设点

1、假设全球风电市场保持稳定增长，未来 5 年累计装机容量增速 10%以上；全球海上风电累计装机保持 20%以上的增速；国内海上风电加速建设，预计未来四年累计装机容量复合增速 32%。预计公司风电塔筒法兰 17-19 年销量 2.16、2.70、3.24 万吨，单价保持在 1.50、1.50、1.45 万元/每吨。

2、公司募投项目按照计划逐步投产之后，我们预计汽轮机环件等业务收入也将持续提升，预计公司辗制法兰板块的 17-19 年销量分别为 3.06、4.10、5.04 万吨，单价分别为 1.59、1.65、1.72 万元/吨。

3、随着公司精加工能力的提升，公司高端自由锻件的产能得到提升，预计 17-19 年的销量分别为 700、1200、2000 吨，平均单价保持 3.8 万元/吨。

4、传统锻制法兰 17-19 年年销量保持 5000 吨，单价保持 2.5 万元/吨上下波动。

5、假设各项业务的毛利率水平保持相对稳定。主要因为公司采用以销定产的生产模式，同时公司风电领域产品市场竞争对手较少，公司具备一定的议价能力，所以假设毛利率水平保持相对稳定。

### 有别于大众的认识

(1) 风电业务方面，市场可能认为风电行业的高增长阶段已过，行业的增速将会

放缓。我们认为目前风电行业正处于新一轮的洗牌，国内外风电市场正掀起并购潮，市场集中度将得到进一步提升，那么公司客户集中在国际巨头风电厂商例如西门子，未来公司的风电塔筒法兰的市场份额也得到进一步提升。

(2) 针对国内海上风电市场，十二五期间海上风电实际完成情况远低于 5GW 的计划目标。市场可能担心十三五的 4GW 的新增装机目标同样无法达成。我们对此相对乐观，主要原因如下：一方面《全国海上风电开发建设方案（2014-2016）》10.5GW 项目总容量提供了足够的资源储备，数据上显示 15、16 年新增装机已经开始提速，且前期列入规划的项目若未在两年内核准需要重新申报，我们认为项目核准建设将继续加速。另一方面，我们认为随着海上风电成本不断下降、产业链相关配套不断完善以及地方政策的大力支持都将是促使海上风电加速发展的动力。

(3) 市场可能担心未来包括伊莱特等国内企业加大出海比例抢占公司的份额，我们认为风电行业本身已经处于相对成熟的阶段，供给格局相对稳定，且下游客户的认证周期时间一般在 2 年以上，并且公司本身产品质量处于行业领先，与国际客户长期绑定合作关系，具备一定的品牌优势和先发优势，我们认为公司市场份额仍有保证。

(4) 近三年公司收入保持相对不变，但利润增长较多，市场可能担心公司利润增长不具备持续性，我们认为募投项目将为公司打开新的增长路径。募投项目投产后将直接提高公司精/深加工的能力，进入到更多高端装备领域的配套，公司产成品的产能将得到大幅提升，预计在 4 万吨以上，产品结构将持续得到优化，未来收入和毛利率也将持续提升。

### 股价表现的催化剂

海上风电加速发展；公司产品进入更多的高附加值领域；

### 核心假设风险

原材料价格下降带来产品价格下滑以及毛利率波动；下游高端市场开拓不达预期；风电行业发展不达预期

## 目录

<b>1. 外销为主的锻造行业领先企业 .....</b>	<b>7</b>
1.1 公司系辗制环形锻件和锻制法兰的主要供应商 .....	7
1.2 优化产品结构，近三年利润持续增长 .....	8
<b>2. 深耕风电领域，海上风电注入增长动能 .....</b>	<b>9</b>
2.1 现状：陆上风电增速放缓，海上风电发展迅速 .....	9
2.2 预计 2021 年全球风电累计装机容量将达到 817GW，其中海上风电累计装机容量复合增速 20% 以上 .....	11
2.3 绑定国际主流风电厂商，在行业扩容中将最为收益 .....	12
2.4 较早布局国内海上风电，或将分享国内市场蛋糕 .....	15
<b>3. 持续研发拓展应用，募投项目提升高端产能 .....</b>	<b>17</b>
3.1 未来打造成为高端装备制造配套领域的领先企业 .....	17
3.2 募投项目提升精加工能力，利润将得到进一步提升 .....	19
<b>4. 盈利预测 .....</b>	<b>19</b>
4.1 关键假设 .....	19
4.2 投资建议 .....	20

## 图表目录

图 1: 以风电塔筒法兰为主的辗制环形锻件 .....	7
图 2: 锻件法兰及自由锻件产品 .....	7
图 3: 风电领域应用占比超过 50% (单位: 百万元) .....	7
图 4: 出口业务占比接近 80% (单位: 百万元) .....	7
图 5: 收入保持稳定, 净利润大幅增长 (单位: 百万元, %) .....	8
图 6: 净利率 2016 年大幅提升至 15.05% .....	8
图 7: 辗制法兰占比不断提升, 减少传统锻制法兰 .....	8
图 8: 辗制法兰的毛利率水平大幅提升 .....	8
图 9: 全球风电累计装机容量 .....	9
图 10: 全球风电新增装机容量 .....	9
图 11: 全球海上风电累计装机容量 .....	9
图 12: 全球海上风电新增装机容量 .....	9
图 13: 国内风电累计装机容量 .....	10
图 14: 国内风电新增装机容量 .....	10
图 15: 国内海上风电累计装机容量 .....	10
图 16: 国内海上风电新增装机容量 .....	10
图 17: 2016 全球风电整机制造商新增装机市场格局 (单位: GW) .....	13
图 18: 2016 全球海上风电整机制造商新增装机市场格局 (单位: MW) .....	13
图 19: 行业主要门槛 .....	14
图 20: 辗制法兰产品结构 (单位: 万元) .....	18
图 21: 辗制法兰毛利率大幅提升 .....	18
图 22: 钢材价格 (主要成本) 大幅波动 .....	18
图 23: 成本大幅波动下, 单吨毛利保持稳定增长 (单位: 万元/吨) .....	18
表 1: 2017-2021 风电装机市场预测 .....	11
表 2: 部分国家的海上风电 2020 年预计装机量 .....	12
表 3: 2016 年辗制环形锻件产品的前五大客户占比 43% .....	12

表 4: 与西门子签订长期重大协议 .....	13
表 5: 主要竞争对手 .....	14
表 6: 2020 年全国风电开发布局 .....	16
表 7: 国内市场的参与情况 .....	17
表 8: 风电塔筒法兰外销规模不断扩大 .....	17
表 9: 募投项目说明 .....	19
表 10: 毛利拆分表 .....	20
表 11: 利润表 .....	21
表 12: 可比公司估值表 .....	22
表 13: 可比公司 PEG .....	22
表 14: 合并资产负债表 .....	22
表 15: 现金流量表 .....	23
表 16: FCFF 估值关键假设表 .....	23
表 17: FCFF 估值结果 .....	24

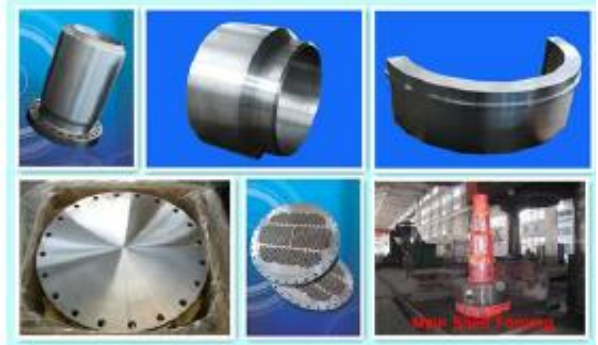
# 1. 外销为主的锻造行业领先企业

## 1.1 公司系辗制环形锻件和锻制法兰的主要供应商

公司于 2003 年成立，系辗制环形锻件和锻制法兰的主要供应商，公司拥有油压机、辗环机、空气锤及其他各类锻造设备、热处理设备等，可生产直径 7.5M 以下的各种环形锻件和法兰。

图 1：以风电塔筒法兰为主的辗制环形锻件

图 2：锻件法兰及自由锻件产品



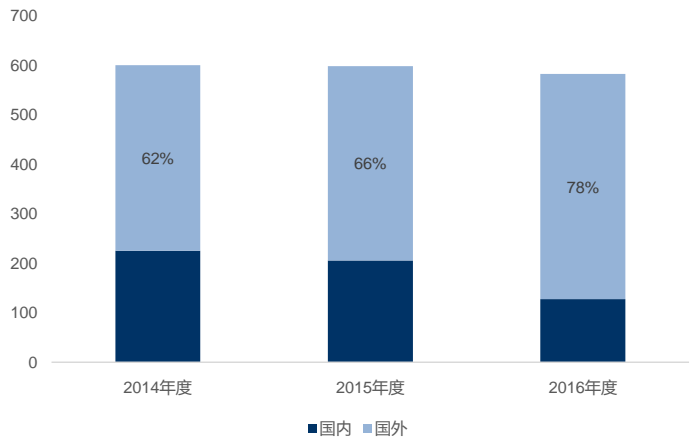
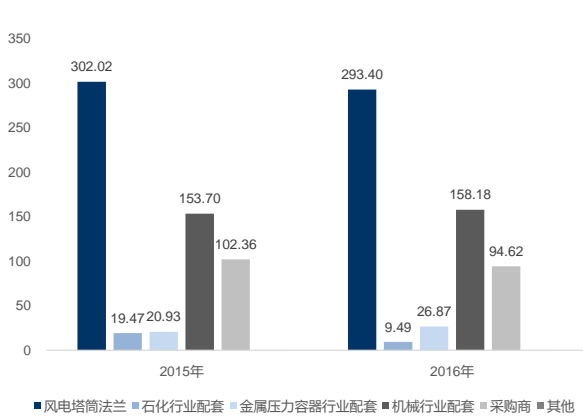
资料来源：公司资料，申万宏源研究

资料来源：公司资料，申万宏源研究

产品主要应用于风电行业、石化行业、金属压力容器行业、机械行业、船舶、核电等多个领域。其中风电领域和机械行业的应用占比近三年保持在 60% 以上(2016 年占比 77%)，风电领域是目前核心应用领域，收入占比超过 50%。

公司产品主要出口欧盟和日本，收入占比达到接近 80%。目前获得了通用电气、西门子、德国安保、阿尔斯通、艾默生、三星重工、韩国重山、歌美飒、维斯塔斯等国际知名厂商的供应商目录或合格供应商资质，并向其批量供应风电塔筒法兰、自由锻件等产品。

图 3：风电领域应用占比超过 50% (单位：百万元) 图 4：出口业务占比接近 80% (单位：百万元)



资料来源：公司资料，申万宏源研究

资料来源：公司资料，申万宏源研究

## 1.2 优化产品结构，近三年利润持续增长

收入近三年基本保持不变，但净利润却保持快速增长。2016 年收入 6.29 亿元，同比下滑 6%。净利润 9400 万元，同比大幅上升了 62%。2017 年一季度，收入 1.77 亿，利润 3000 万，增速 25% 左右。

图 5：收入保持稳定，净利润大幅增长（单位：百万元，%）

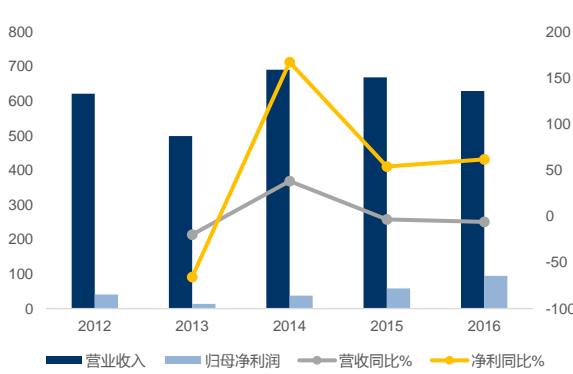
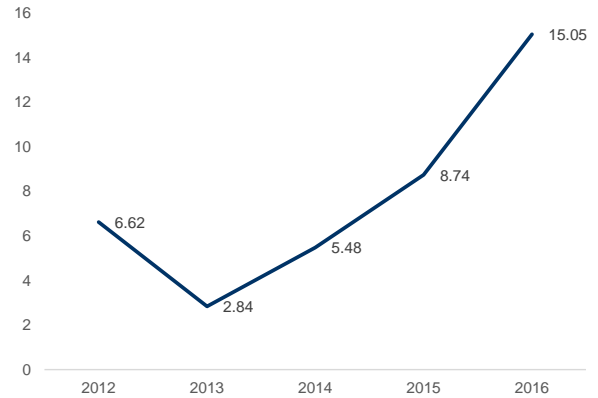


图 6：净利率 2016 年大幅提升至 15.05%



资料来源：公司资料，申万宏源研究

资料来源：公司资料，申万宏源研究

主要原因在于公司及时调整产品结构，控制成本，促使净利润不断提升。13 年以来由于国内外经济发展的放缓，公司适时调整产品结构，减少传统锻制法兰的供应，增加轧制环形锻件的产能，不断开拓优质海外大型客户，2016 年轧制环形锻件收入比重逐年提升至 75%，毛利比重提升至 87%。

从产品的毛利率来看，核心产品轧制法兰的毛利率近几年也呈现大幅上升态势，主要原因是公司轧制法兰产品结构不断优化，产品附加值提高，尤其是向包括通用电气、西门子在内的重要客户提供的产品品质提高、尺寸升级，具有较高技术门槛和毛利率的 6MW 以上上海风电塔筒法兰、汽轮机环件、叶片加强环等产品销量增加。

图 7：轧制法兰占比不断提升，减少传统锻制法兰

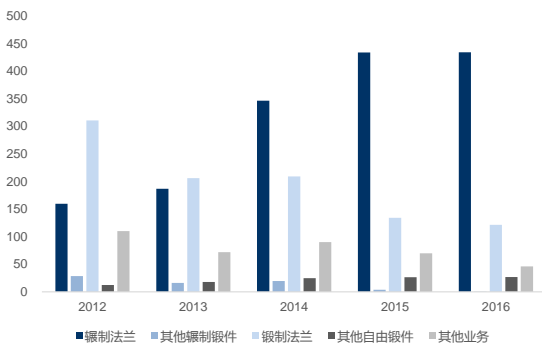
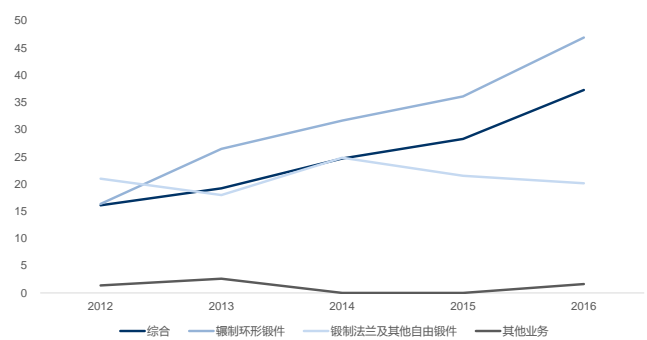


图 8：轧制法兰的毛利率水平大幅提升



资料来源：公司资料，申万宏源研究

资料来源：公司资料，申万宏源研究



## 2. 深耕风电领域，海上风电注入增长动能

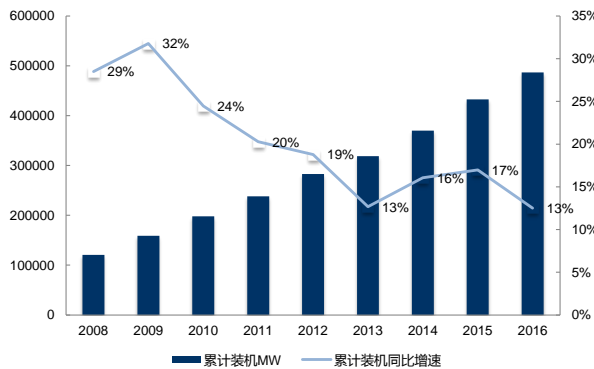
辗制环形锻件业务收入的 68%来自于风电塔筒法兰。近三年销售收入分别为 2.64 亿、3.02 亿、2.93 亿，2016 年风电塔筒法兰业务占总收入比重高达 50%。而风塔法兰的直接客户主要是风电设备商，终端客户主要为国际和国内风电设备整机及系统制造商。风电行业的发展快慢将直接影响公司盈利状况。因此我们深入分析风电行业，以论证公司法兰业务的发展前景及驱动力。

### 2.1 现状：陆上风电增速放缓，海上风电发展迅速

#### (1) 全球市场

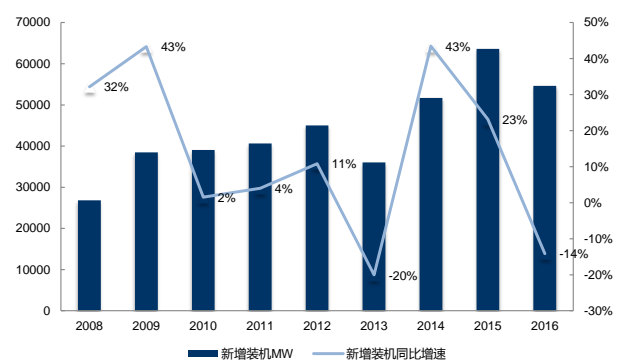
**2016 年行整体增速放缓。**风电行业一直保持着世界增长最快的能源地位。根据全球风能理事会（Global Wind Energy Council）统计数据，在 2001 年至 2015 年间，全球风电累计装机容量的年复合增长率为 22.99%，累计总装机容量从 23,900MW 增至 432,883MW。而 2016 年全球风电市场新增装机容量 54.6GW，同比下滑 14%。截止 2016 年底，全球累计装机容量达到 486.7GW。

图 9：全球风电累计装机容量



资料来源：GWEC，申万宏源研究

图 10：全球风电新增装机容量

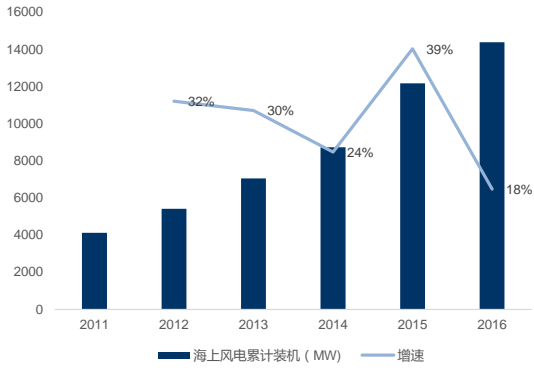


资料来源：GWEC，申万宏源研究

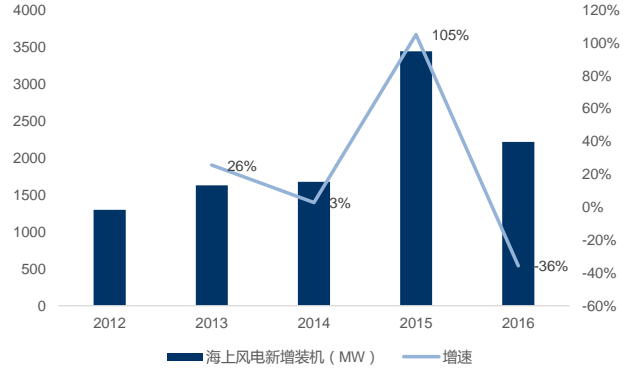
相比之下，海上风电增长增速高于陆上风电，成为未来风电行业重要的增量。事实上，伴随着陆上风电可开发的区域逐渐减少，而海上风电资源丰富，且沿海地区经济发达，电网容量更大，风电接入条件更好，近年来风电行业逐渐由陆上向近海发展。2001 年-2015 年全球海上风电累计装机容量复合增长率 43.51%，2015 年累计装机容量 12167MW。2016 年全球海上风电市场新增装机容量 2217MW，同比下滑 36%。截止 2016 年底，全球海上风电累计装机容量达到 14384MW。

图 11：全球海上风电累计装机容量

图 12：全球海上风电新增装机容量



资料来源: GWEC, 申万宏源研究



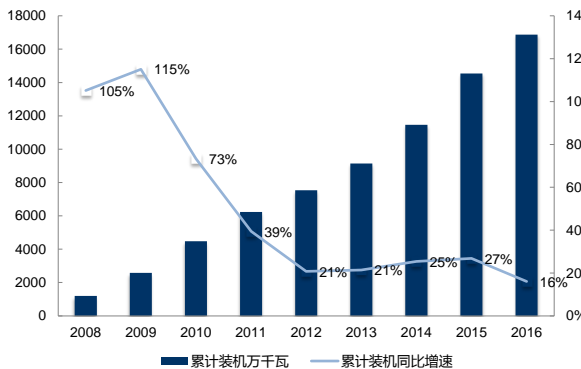
资料来源: GWEC, 申万宏源研究

## (2) 国内市场

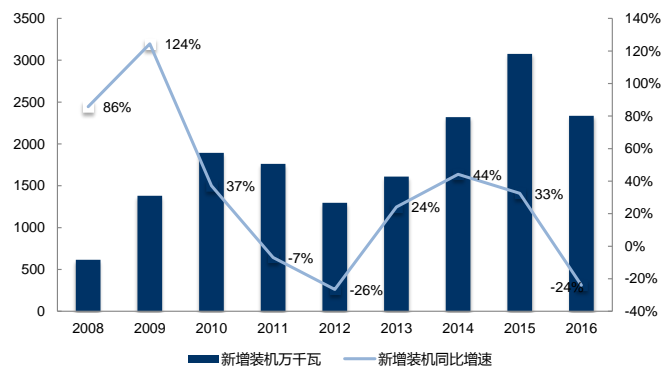
中国可再生能源学会风能专业委员会公布的《2016 中国风电装机容量统计》结果显示, 2016 年中国 (除台湾地区外) 风电新增装机容量为 2337 万千瓦, 同比下降 24%; 累计装机容量达 1.69 亿千瓦。

图 13: 国内风电累计装机容量

图 14: 国内风电新增装机容量



资料来源: CWEA, 申万宏源研究

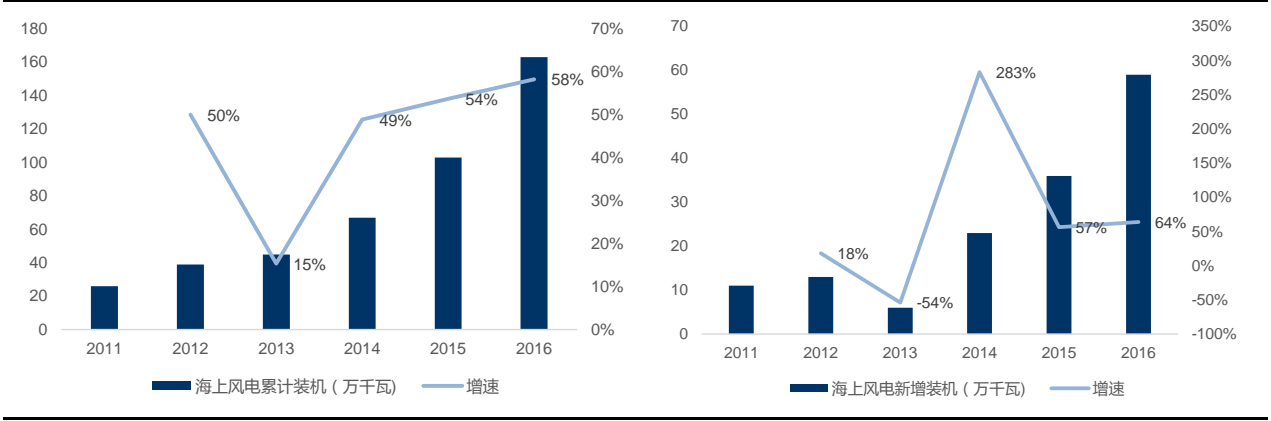


资料来源: CWEA, 申万宏源研究

值得注意的是, 与陆上风电装机下行相反, 2016 年中国的海上风电装机则增长了六成。2016 中国海上风电新增装机 154 台, 容量达到 59 万千瓦, 同比增长 64%。

图 15: 国内海上风电累计装机容量

图 16: 国内海上风电新增装机容量



资料来源：CWEA，申万宏源研究

资料来源：CWEA，申万宏源研究

综合国内外的数据来看，截至 2016 年，我国风电新增装机达约占全球风电市场份额的 42.7%，以绝对优势领跑全球风电市场。而 2016 年国内市场经历了风电抢装后的回调，同时叠加电力需求下降和电网消纳风电能力不足，导致国内市场的装机容量明显下滑，进而全球市场风电新增装机容量随之下滑。

## 2.2 预计 2021 年全球风电累计装机容量将达到 817GW，其中海上风电累计装机容量复合增速 20% 以上

我们认为风力发电渗透率仍将不断提升。风电发展无论是从环境效益，还是从经济效益方面来看，风能市场的发展都是势在必行。以中国为例，能源局发布《关于建立可再生能源开发利用目标引导制度的指导意见》，明确全社会用电量中的非水电可再生能源电量比重在 2020 年达到 9%，风电消纳比例要达到 6% 以上，其中燃煤发电企业承担非水可再生能源发电量配额与火电发电量的比重达到 15% 以上。据 2016 年全球风能理事会发布的《全球风电报告：年度市场发展》披露，风电需求在电力需求中的比例正在逐步上升。丹麦的风电发电量占比达到 40%，排名第一，其后的分别为乌拉圭，葡萄牙和爱尔兰，三国风电占比均超过 20%。中国、美国和加拿大分别为 4%，5.5% 和 6%。

抢装之后，全球风电市场未来 5 年仍将稳定增长，预计 2021 年累计容量超过 800GW，累计装机复合增速 10% 以上。我们认为全球碳减排的发展趋势、大气污染促使清洁能源的迫切需求，以及风电成本下降所带来的竞争力提升等因素，将持续推动全球风电市场稳步发展。

根据全球风能理事会的五年市场预测显示，2017 年全球风电年新增装机有望达到 60GW，到 2021 年新增装机容量将增至 75GW。

表 1：2017-2021 风电装机市场预测

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
新增装机量 (GW)	54.6	59.4	60.9	64.7	70.0	75.3
累计装机量 (GW)	486.8	546.1	607.0	671.7	741.7	817.0

新增增长率	-14.2%	8.8%	2.5%	6.2%	8.2%	7.6%
累计增长率	12.5%	12.2%	11.2%	10.7%	10.4%	10.2%

资料来源：GWEC, 申万宏源研究

特别在公司重点发展的海上风电方面，预计全球累计装机容量年均增速 20%-30%：根据彭博新能源财经预测，到 2020 年，全球海上风电累计装机量或将达到 40.3GW。

表 2：部分国家的海上风电 2020 年预计装机量

国家	预计 2020 海上风电累计装机量 (GW)	2015 海上风电累计装机量 (GW)
比利时	2.7	0.7
法国	3	0
德国	7.7	3.3
意大利	0.68	0
荷兰	4.45	0.4
葡萄牙	0.027	0.002
英国	10	5
美国	3.3	0.03

资料来源：GWEC, 申万宏源研究

## 2.3 绑定国际主流风电厂商，在行业扩容中将最为收益

公司的风电塔筒法兰销售以外销为主，该业务 2016 年境外收入比重达到 89.94%。境外客户主要包括 GE、西门子、德国安保、韩国重山等国际知名风电主机制造商或塔筒厂。

表 3：2016 年轧制环形锻件产品的前五大客户占比 43%

客户名称	销售数量 (吨)	销售金额 (万元)	占营业收入的比重
通用电气	4046.91	10529.38	16.73%
西门子	2649.9	6016.79	9.56%
韩国重山	3507.16	4323.78	6.87%
AMBAU GmbH	2702.97	3461.54	5.50%
Gamesa Renewable Private Limited	3088.88	3165.74	5.03%
合计	15995.82	27497.24	43.69%

资料来源：公司资料，申万宏源研究

公司目前是全球领先的海上风电塔筒法兰锻造企业。凭借优质的产品绑定了国际主流风电厂，具备一定的先发优势和品牌优势。未来将伴随行业共同成长，我们分析主要依赖于以下三点：

### (1) 绑定国际知名厂商，长期合作协议保障业务基数

公司自 2012 年以来开始拓展全球风电市场，与西门子、通用电气、德国安保建立了长期稳定的合作关系，例如西门子作为公司核心客户，与公司保持着紧密的合作关系，目前公司也是西门子风电塔筒法兰的主要供应商，签订了长期的供货协议。

表 4: 与西门子签订长期重大协议

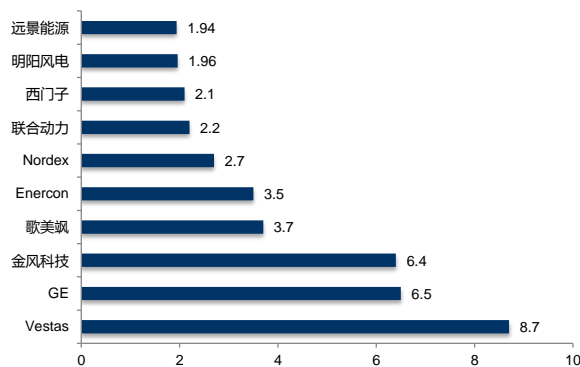
日期	重大协议
2013 年 8 月 3 日	恒润环锻与 Siemens AG 签署总体采购框架协议，双方约定 Siemens 长期向恒润环锻采购风电法兰及零部件，具体产品型号和价格将以合同附件的形式另行约定；
2014 年 5 月 30 日	双方以框架协议附件的形式约定了 6MW 海上风电塔筒法兰的产品规格、价格、订货及交货时间等相关事宜，并约定自 2014 年 10 月至 2018 年 9 月，Siemens Wind Power A/S 向恒润环锻采购 6MW 海上风电塔筒法兰的采购量至少占其实际总需求量的 33%。
2016 年 8 月 29 日	双方签署西门子 2017 财年采购总量及价格框架协议，约定了各型号塔筒法兰的价格、订货及交货时间等相关事宜，并约定 2016 年 10 月 1 日至 2017 年 9 月 30 日 Siemens Wind Power A/S 向恒润环锻采购陆上风电塔筒法兰的采购量至少占其在欧洲、中东、非洲三地区实际总需求量的 70%，向恒润环锻采购陆上风电塔筒法兰的采购量至少占其在北美地区实际总需求量的 70%。

资料来源：公司资料，申万宏源研究

下游风电整机行业市场集中度不断提高，西门子等龙头企业将继续享受行业增长。虽然行业的高增长阶段已过，但是目前风电行业正处于新一轮的洗牌，国内外风电市场正掀起并购潮，市场集中度将得到进一步提升。2016 年，在全球陆上风电市场上，公司主要客户中 GE、歌美飒、西门子、维斯塔斯的合计市场占有率为 39%；全球海上风电市场上，公司主要客户西门子占比达到 24%（此处包含在上海电气中的西门子中国装机量）。

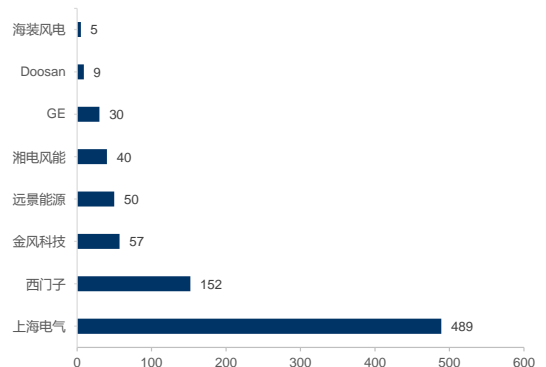
我们认为公司客户绑定西门子（收购歌美飒）、维斯塔斯等国际巨头风电厂商，未来公司的风电塔筒法兰的市场份额也将得到进一步提升。

图 17: 2016 全球风电整机制造商新增装机市场格局 (单位: GW)



资料来源：彭博新能源财经，申万宏源研究

图 18: 2016 全球海上风电整机制造商新增装机市场格局 (单位: MW)



资料来源：彭博新能源财经，申万宏源研究

(2) 不断开拓国际知名新客户，提高市占率，充分享受行业增长

2016 年，公司与歌美飒正式开展合作，并进入维斯塔斯合格供应商名单，将于 2017 年开始向维斯塔斯批量供货。同时，在原有客户基础上，公司积极开拓德国 Enercon、美国 Marmen、Broadwind 等其他国际客户，保持公司在境外风电塔筒法兰市场占有率的持续增长。未来随着公司产品知名度不断提升，将获得更多国际大型厂商的认可。

**(3) 行业壁垒较高，强者很强**

公司为客户提供产品的规格品质较高，对产品的加工工艺要求较高。一般来说，由于风电场要求风电设备运营超过 20 年，且风电整机的价值很高，故对做为承重设备的法兰要求极为严格。下游运营商和整机制造商对于其配套企业的资质认证非常严格，需要对配套企业的厂房、设备、人员、技术工艺、质量等进行评估，然后历经小批量试用到批量供应，进入其供应目录的前期认证周期相对较长。风电场业主经常向塔筒厂提供配件范围，要求塔筒厂从其认可的几家法兰厂之中采购法兰。同时企业的行业应用经验及产品的运行记录也是下游客户衡量的重要依据，行业新进入这很难进入到大客户的供应目录中，具有较高的行业品牌壁垒。

图 19: 行业主要门槛



资料来源：公司资料，申万宏源研究

竞争格局下，我们认为与国内的竞争对手相比，公司具备较强的装备工艺优势及研发优势，并且主要对接国外的海上风电的大功率风机，在海上风电领域行业具备先发优势和领先地位，已经建立了稳定的国际巨头客户关系。另一方面，相比于国外的竞争对手，发行人具备成本优势和服务优势。目前公司主要的竞争对手见表 5。

表 5: 主要竞争对手

公司	产品	领域	市场
韩国太熊株式会社	发电机主轴, 风塔法兰, 大型环锻件, 大型锻件, 偏航轴承, 变桨轴承大型轴承等中大型锻件	风电、火电、核电、机械等	国外为主

山东伊莱特重工股份有限公司	中国与西班牙的合资公司，风电塔筒法兰、高劲法兰、碳钢法兰、风电齿圈及其他产品	风电、电力、石油管道	国内比重大
山西金瑞高压环件有限公司(山西金瑞光远技术集团有限公司)	风电塔筒法兰、主要供应风电塔筒法兰、产品滚道、轮箍、齿圈毛坯等。	风电等	国内为主，国外通过了 vestas、BV
徐州罗特艾德环段有限公司	蒂森克虏伯集团的全资子公司，主要生产应用于风力发电、齿圈、机械工程、近海科技、回转支承、大型阀件、管道和压力容器的辗制环形锻件。	机械、风电	-
无锡法兰	各种材质（碳钢、合金钢、低温用钢、不锈钢等）的锻造钢法兰及各类压力容器用钢锻件和船用锻件。	石油化工、核电等领域	国内为主
恒润股份	风塔法兰、高品质、高性能辗制环形锻件、辗制法兰及其他自由锻件	风电领域、机械	国外为主，大功率海上风电

资料来源：各公司资料，申万宏源研究

## 2.4 较早布局国内海上风电，或将分享国内市场蛋糕

近几年，国内开始大力发展海上风电，我国东部沿海的经济发展和电网特点与欧洲类似，适于大规模发展海上风电，国家已经推出了江苏及山东个沿海两个千万千瓦级风电基地的建设规划，并出台了《海上风电开发建设管理暂行办法》。2010 年我国第一个海上风电示范项目——上海东海大桥 102MW 海上风电场的 34 台机组已经实现并网发电，标志着我国海上风电的发展开始启动。

根据国家能源局 11 月 29 日发布《风电发展“十三五”规划（2016-2020 年）》。到 2020 年底，风电累计并网装机容量确保达到 2.1 亿千瓦以上，其中**海上风电并网装机容量达到 500 万千瓦以上**；风电年发电量确保达到 4200 亿千瓦时，约占全国总发电量的 6%。

“十三五”期间我国将重点推动江苏、浙江、福建、广东等省的海上风电建设，到 2020 年四省海上风电开工建设规模均达到百万千瓦以上，将积极推动天津、河北、上海、海南等省（市）的海上风电建设，将探索性推进辽宁、山东、广西等省（区）的海上风电项目。

2020 年，全国海上风电开工建设规模达到 1000 万千瓦，累计并网容量达到 500 万千瓦以上。我们认为，未来随着海上风电的建设成本逐渐下降，海上风电有望迎来快速增长。

表 6：2020 年全国风电开发布局

万千瓦	累计并网容量	开工规模
江苏	300	450
天津	10	20
辽宁	-	10
河北	-	50
浙江	30	100
上海	30	40
福建	90	200
广东	30	100
海南	10	35

资料来源：国家能源局，申万宏源研究

那么对十三五期间的增量测算：风电新增装机容量在 8000 万千瓦以上，其中海上风电新增容量 400 万千瓦以上。按照陆上风电投资 7800 元/千瓦、海上风电投资 16000 元/千瓦测算，“十三五”期间风电建设总投资将达到 7000 亿元以上（其中海上 640 亿元）。而机组成本一般占风电建设成本的 70%，假设法兰占比风电机组的比例在 10%，那么对应的法兰的整体空间在 490 亿元（其中海上 45 亿元）。

目前，国内已经可以生产 5 兆瓦和 6 兆瓦大容量风电建设，在海上风电有示范的基础。未来风电向着更大兆瓦单机功率进行发展。随着现代风电技术的不断发展，风电机组呈现大型化趋势，理论上风电机组的单机功率越大，每千瓦小时风电成本越低。2017 年 1 月 25，《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016 版）》强调将 3MW 以上海上风力发电机组配套的各类发电机、轴承、风轮叶片等列为战略性新兴产业重点产品。作为我国“一带一路”国家战略以及“十三五”新能源规划中的重点产业，海上风电也是用来推动沿海经济发达地区能源转型的重要手段。2017 年 5 月，国家发改委与国家海洋局联合印发《全国海洋经济发展“十三五”规划》，也明确提出加快加强 5 兆瓦、6 兆瓦及以上大功率海上风电设备研制。

目前国内市场主要由伊莱特等公司占据，而公司具备相关大型风电技术储备，且国际客户提升了公司的行业中的品牌和知名度，未来或将切入国内市场分享蛋糕。主要原因来自于两个方面：（1）海上风电对于风塔法兰等零部件的质量和性能要求很高，公司生产的大型海上风电塔筒法兰的性能已经达到国际水平，是海上风电塔筒法兰的重要供应商，目前公司已经成功研发海上风电 3.0MW、3.6MW、5.0MW、6.0MW、7.0MW 的风机用塔筒法兰制造工艺并批量生产，并为国际知名厂商进行配套供应。（2）公司很早便涉足国内市场，成功给我国第一座海上风电场——江苏如东海上风电场 3.0MW、5.0MW 的风机样机配套了塔筒法兰。是国内最早一批给海上风电大功率机配套塔筒法兰的厂商，与国内主要风机制造商进行过合作。公司目前具备给海上风电大兆瓦风机配套法兰的生产能力，未来在



国内海上风电持续推进下，公司有望率先进入国内海上风电企业的供应商目录，开拓新的增长点。

表 7：国内市场的参与情况

时间	具体事件
2011	公司为龙源电力集团江苏如东海上风电场 3.0MW 主机项目生产塔筒法兰
2011	公司为上海电气在东海大桥海上风电场 5.0MW 主机和 3.6MW 主机生产塔筒法兰
2012	公司为重庆海装在江苏如东海上风电场 5.0MW 风机生产塔筒法兰

资料来源：公司资料，申万宏源研究

### 3. 持续研发拓展应用，募投项目提升高端产能

#### 3.1 未来打造成为高端装备制造配套领域的领先企业

公司深耕多年，能够生产高品质、高性能辗制环形锻件、锻制法兰及其他自由锻件。公司在辗制环形锻件的下料、加热、出坯、辗环、热处理和精加工等生产环节都积累了丰富的技术经验，对辗制环形锻件以及其他自由锻件，尤其是大型和超大型环件的生产 and 加工技术掌握较为成熟。多年下来积累了强大的客户资源，为高端装备制造长期提供配套，是公司核心竞争力之一。国际市场上，获得了通用电气、西门子、德国安保、阿尔斯通、艾默生、三星重工、韩国重山、歌美飒、维斯塔斯等国际知名厂商的合格供应商资质或进入其供应商目录，并向其批量供应风电塔筒法兰、自由锻件等产品。而在国内市场方面，公司也取得中国石油、中国石化、中海油三大公司的供应商资格，并与上海电气、上海电站辅机厂、豪迈科技、龙源电力、江苏双良集团、上海森松、天沃科技、江南锅炉等一批国内知名企业建立了良好的长期合作关系。

近年来不断优化产品结构，缩减传统锻件的生产规模，高端产品进入更多客户供应认证，综合毛利率大幅提升。具体表现如下：

(1) 在辗制法兰方面，公司优化产品结构，在收入相对稳定情况下，毛利率近三年大幅上升。主要原因包括：

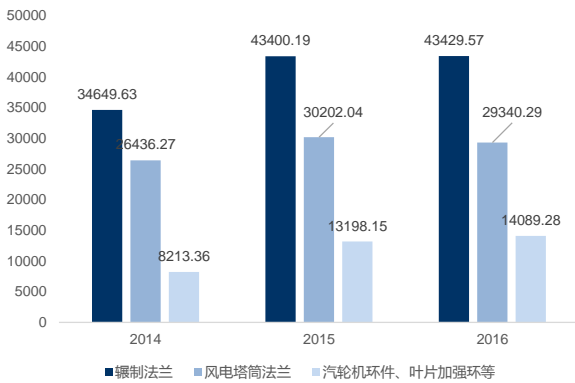
**第一、结构的调整。**公司辗制法兰产品结构不断优化，产品附加值提高，尤其是向包括通用电气、西门子在内的重要客户提供的产品品质提高、尺寸升级，具有较高技术门槛和毛利率的 6MW 以上海上风电塔筒法兰、汽轮机环件、叶片加强环等产品销量增加。

表 8：风电塔筒法兰外销规模不断扩大

风电塔筒法兰	2014	2015	2016
外销（万元）	20667.41	21357.59	26358.72
内销（万元）	5768.86	8844.45	2982.57

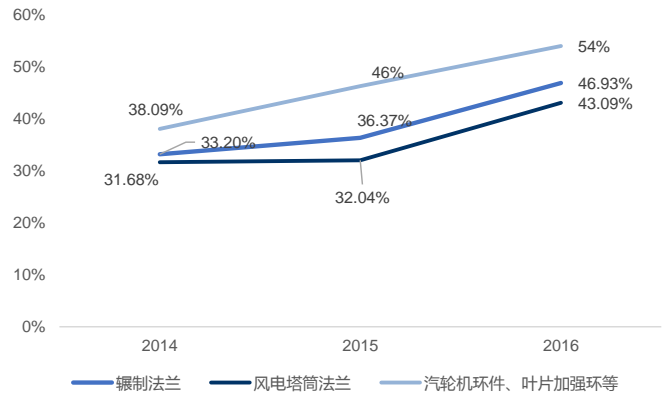
资料来源：公司资料，申万宏源研究

图 20: 辗制法兰产品结构 (单位: 万元)



资料来源: 公司资料, 申万宏源研究

图 21: 辗制法兰毛利率大幅提升



资料来源: 公司资料, 申万宏源研究

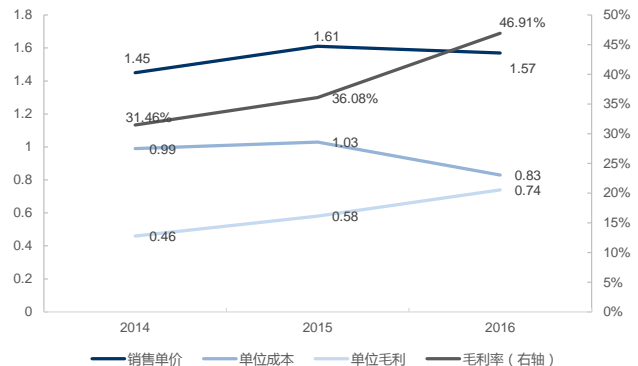
第二: 成本大幅波动 (钢材市场如出现价格大幅波动) 的情况下, 由于公司具备一定的产品议价能力, 通过产品定价转移相应的成本变动压力, 同时积极调整产品结构, 保证单吨毛利保持稳定增长。2015 年度销售单价上涨幅度高于单位成本上涨, 2016 年度销售单价下降幅度低于成本年度销售单价下降幅度。

图 22: 钢材价格 (主要成本) 大幅波动



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 23: 成本大幅波动下, 单吨毛利保持稳定增长 (单位: 万元/吨)



资料来源: 公司资料, 申万宏源研究

(2) 在自由锻件方面, 公司加大对高端定制自由锻件的研发投入。目前我国普通辗制法兰属于完全竞争市场, 随着我国经济发展水平的提高, 未来对高端定制自由锻件的需求越来越大。而由于具有特殊用途和质量要求的自由锻件产品在没有同等竞争对手的情况下, 公司具有较高的议价能力和定价权, 毛利率相对较高, 近三年其他自由锻件毛利率保持在 45% 以上。

未来公司仍致力于新产品研发, 进入更多高端应用领域, 提升公司毛利率。目前公司技术研发人员正在进一步研发更大兆瓦的海上风电塔筒用法兰、海上风电齿轮箱齿坯、偏航轴承环件等新产品。未来业务发展仍将围绕现有主营业务展开, 通过加大研发投入, 提高在新产品开发、高端材料锻造成型、异形工件锻造成型、加热和热处理工艺创新等领域

的研发能力，全面提升公司现有业务的技术水平和产品质量档次。公司在做实做强自由锻造业务的基础上，坚持差异化和专业化的发展思路，在轧制环形锻件和自由锻件细分领域进一步增强竞争优势，扩大产品应用范围，丰富产品结构，提升产品在相关细分市场的份额。一方面，公司将大力发展大兆瓦海上风电塔筒法兰和主轴锻件，确立公司在未来海上风电装备领域的先发优势。另一方面，公司将大力发展汽轮机等发电设备用锻件及精加工产品。

### 3.2 募投项目提升精加工能力，利润将得到进一步提升

从生产经营规模方面来看，热处理、精加工是公司锻件产品的关键工序之一，目前公司热处理及精加工能力的不足，与其他工序产能不相匹配，成为公司总体产能的重要瓶颈，形成制约公司最终产品产能的“短板”。本次募集资金投资项目，将优化公司产能结构，突破公司自身瓶颈，提升公司市场竞争力。

表 9：募投项目说明

项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金投资额 (万元)	收益测算
年产 2.5 万吨精加工大型环锻扩产项目	24,969	20,000	根据测算，项目投产，第一年产能达到 30%，第二年产能达到 80%，第三年产能达到 100%。年主营业务收入为 26,618 万元，年利润总额为 5,069.62 万元，净利润为 3,802.22 万元
年产 1.2 万吨精加工自由锻件建设项目	14,987	12,900	根据测算，项目投产，第一年产能达到 30%，第二年产能达到 80%，第三年产能达到 100%。年主营业务收入为 28,800 万元，年利润总额为 4,954.02 万元，净利润为 3,715.52 万元
研发中心建设项目	2,453	1,650	-
补充与主营业务相关的营运资金	14,800	13,841	-
合计	57,208	48,391	

资料来源：公司资料，申万宏源研究

## 4. 盈利预测

### 4.1 关键假设

1、假设全球风电市场保持稳定增长，未来 5 年累计装机容量增速 10% 以上；全球海上风电累计装机保持 20% 以上的增速；国内海上风电加速建设，预计未来四年累计装机容量复合增速 32%。预计公司风电塔筒法兰 17-19 年销量 2.16、2.70、3.24 万吨，单价保持在 1.50、1.50、1.45 万元/每吨。

2、公司募投项目按照计划逐步投产之后，我们预计汽轮机环件等业务收入也将持续提升，预计公司辗制法兰板块的17-19年销量分别为3.06、4.10、5.04万吨，单价分别为1.59、1.65、1.72万元/吨。

3、随着公司精加工能力的提升，公司高端自由锻件的产能得到提升，预计17-19年的销量分别为700、1200、2000吨，平均单价保持3.8万元/吨。

4、传统锻制法兰17-19年年销量保持5000吨，单价保持2.5万元/吨上下波动。

5、假设各项业务的毛利率水平保持相对稳定。主要因为公司采用以销定产的生产模式，同时公司风电领域产品市场竞争对手较少，公司具备一定的议价能力，所以假设毛利率水平保持相对稳定。

## 4.2 投资建议

公司深耕锻件行业多年，核心产品风电塔筒法兰绑定国际主流风电厂，具备一定的先发优势，将受益于海上风电的快速发展，同时募投项目将大幅提升公司精加工产能，欲打造成为高端装备制造配套领域的领先企业。首次覆盖给予“增持”评级。**我们预计公司2017-2019年实现净利润1.15、1.65、2.24亿元，对应EPS分别为1.44、2.07、2.80元，对应PE为35、24、18倍。**目前18年行业平均估值为23倍，但考虑到公司募投项目投产后，未来18和19年两年的净利润复合增速我们预计将达到39%，同时结合公司在风电塔筒法兰领域的国际领先地位，我们按照PEG等于0.92给予公司18年35.8倍的估值（可比公司的平均PEG为1.51，最低PEG为0.92），中期对应目标市值59亿，首次覆盖给予增持评级。

另外基于公司现金流量的FCFF绝对估值下，我们的关键假设如下表16：其中假设第3-8年的增速为15%，主要是基于公司全球风电行业的整体发展目标及速度，根据Make发布了《2016年全球海上风电市场报告》，海上风电由于欧洲和中国市场的驱动，预计长期增长将保持强劲，预计2016-2025年的复合年均增长率将为20%，测算下对应2020-2025年的复合增速在15%左右。结果：在FCFF估值模型下，公司价值57.83亿元。

表 10：毛利拆分表

单位：万元		2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
辗制法兰	收入（万元）	34650	43400	43430	48611	67814	86596
	YOY		25.25%	0.07%	11.93%	39.50%	27.70%
	成本（万元）	23146	27614	23049	26899	37271	47353
	毛利（万元）	11504	15786	20381	21712	30542	39242
	毛利率（%）	33%	36%	47%	45%	45%	45%
	收入占比	50%	65%	69%	68%	72%	78%
	毛利占比	67%	83%	87%	87%	86%	88%
其他辗制锻件	收入	1967	390	15	10	9	8
	YOY		-80.18%	-96.26%	-31.46%	-10.00%	-11.11%
	成本	1886.20	376.78	14.11	9.67	8.71	7.75
	毛利	80.81	13.05	0.48	0.33	0.29	0.25

	毛利率 (%)	4%	3%	3%	3%	3%	3%
	收入占比	3%	1%	0%	0%	0%	0%
	毛利占比	0%	0%	0%	0%	0%	0%
锻制法兰	收入	20950	13430	12164	12700	12650	12600
	YOY		-35.90%	-9.43%	4.41%	-0.39%	-0.40%
	成本	16279	11207	10485	10795	10753	10710
	毛利	4671	2223	1679	1905	1898	1890
	毛利率 (%)	22%	17%	14%	15%	15%	15%
	收入占比	30%	20%	19%	19%	14%	11%
	毛利占比	27%	12%	7%	8%	6%	4%
其他自由锻件	收入	2494	2669	2683	2660	4560	7600
	YOY		7%	1%	-1%	71%	67%
	成本	1345	1430	1372	1436	2462	4104
	毛利	1149	1239	1311	1224	2098	3496
	毛利率 (%)	46%	46%	49%	46%	46%	46%
	收入占比	4%	4%	4%	4%	6%	6%
	毛利占比	7%	7%	6%	5%	8%	8%
其他业务	收入	9030	7015	4642	6935	7477	9397
	YOY		-22%	-34%	49%	8%	26%
	成本	9382	7361	4567	6824	7357	9247
	毛利	-351	-347	75	111	120	150
	毛利率 (%)			1.62%	1.60%	1.60%	1.60%
	收入占比	13%	10%	7%	10%	8%	8%
	毛利占比			0%	0%	0%	0%
合计	收入	69091	66904	62934	70916	92510	116201
	YOY		-3.17%	-5.93%	12.68%	30.45%	25.61%
	成本	52038	47989	39488	45964	57852	71422
	毛利	17053	18915	23446	24952	34657	44779
	毛利率 (%)	24.68%	28.27%	37.26%	35.19%	37.46%	38.54%

资料来源: wind, 申万宏源研究

表 11: 利润表

单位: 百万元、元/股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	691	669	629	709	925	1,162
二、营业总成本	642	591	516	572	729	895
其中: 营业成本	520	480	395	460	579	714
营业税金及附加	3	4	6	5	7	9
销售费用	44	42	51	56	74	87
管理费用	29	39	41	45	60	74
财务费用	30	20	12	13	10	11
资产减值损失	15	6	12	(7)	(1)	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	49	78	113	137	196	267

加：营业外收入	4	1	2	0	0	0
减：营业外支出	1	0	1	0	0	0
四、利润总额	52	79	114	137	196	267
减：所得税	14	20	19	22	31	43
五、净利润	38	58	95	115	165	224
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	38	58	95	115	165	224
六、基本每股收益	0.63	0.97	1.58	1.44	2.06	2.80
全面摊薄每股收益	0.47	0.73	1.18	1.44	2.06	2.80

资料来源：wind, 申万宏源研究

表 12：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	总市值	EPS				PE			
		2017/7/7	(亿元)	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
300185	通裕重工	2.66	86.92	0.05	0.07	0.08	0.09	52	40	33	29
300129	泰胜风能	7.22	52.50	0.30	0.37	0.44	0.51	24	19	16	14
300443	金雷风电	21.74	51.75	0.88	0.87	0.99	1.20	25	25	22	18
300569	天能重工	36.41	54.62	1.14	1.46	1.70	1.77	32	25	21	21
平均								33	27	23	21
603985	恒润股份	50.37	40.30	1.18	1.44	2.07	2.80	43	35	24	18

资料来源：wind, 申万宏源研究（除了恒润股份，其他数据都来自于wind一致预期）

表 13：可比公司 PEG

净利润增速	2018	2019	2018PE	2年复合增速	PEG
通裕重工	24%	10%	33	17%	1.90
泰胜风能	18%	15%	16	17%	0.92
金雷风电	14%	21%	22	18%	1.25
天能重工	16%	4%	21	10%	2.16
平均			23	16%	1.56
恒润股份	44%	35%	24	39%	0.62

资料来源：wind, 申万宏源研究（增速除了恒润股份，其他数据都来自于wind一致预期）

表 14：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	462	514	1,105	1,134	1,458
现金及等价物	128	138	691	603	798
应收款项	162	205	217	280	347
存货净额	169	163	189	243	305
其他流动资产	2	8	8	8	8
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	277	296	318	507	467
无形资产及其他资产	81	91	89	88	86

资产总计	821	900	1,512	1,728	2,011
流动负债	464	459	428	480	539
短期借款	310	227	227	227	227
应付款项	146	231	200	252	311
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	1	1	1	1	1
负债合计	465	460	429	480	539
股本	60	60	80	80	80
资本公积	138	138	657	657	657
盈余公积	8	8	8	8	8
未分配利润	150	234	337	502	726
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	356	440	1,082	1,247	1,471
负债和股东权益合计	821	900	1,511	1,728	2,011

资料来源: wind, 申万宏源研究

表 15: 现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	58	95	115	165	224
加: 折旧摊销减值	32	39	41	73	78
财务费用	18	9	13	10	11
非经营损失	(1)	(0)	0	0	0
营运资本变动	(26)	(62)	(63)	(64)	(70)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	83	82	107	184	242
资本开支	9	39	69	262	37
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(9)	(39)	(69)	(262)	(37)
吸收投资	0	0	539	0	0
负债净变化	(9)	(83)	(0)	(0)	(0)
支付股利、利息	32	26	25	10	11
其它融资现金流	(2)	(3)	0	0	0
融资活动现金流	(42)	(112)	514	(10)	(11)
净现金流	35	(63)	552	(88)	195

资料来源: wind, 申万宏源研究

表 16: FCFF 估值关键假设表

估值阶段	年份	增长率
显性	3	—
半显性	5	15%
永续	After 8 年	3.0%
WACC	8.43%	

资料来源：wind, 申万宏源研究

表 17: FCFF 估值结果

百万元, 元, 百万股	价值	比例
显性半显性价值	1,805	31%
终值	4,067	69%
核心企业价值	5,872	100%
加: 非核心长期投资	0	
货币资金	138	
交易性金融工具净值	0	
企业总价值	6,011	
减: 付息债务	227	
少数股东权益价值	0	0%
少数股东 PB	1.00	
少数股东权益	0	
股权价值	5,783	
总股本数	80	
每股价值	72.29	

资料来源：wind, 申万宏源研究



## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。