



装机量有望强势回升，寻找盈利能力超预期修复环节

风电行业中期投资策略

姓名 殷晟路（分析师）

证书编号：S0790522080001

邮箱：yinshenglu@kysec.cn

2023年5月9日

1. 2022年百GW招标量奠定2023年交付大年基础，原材料回落释放成本压力

2023年受房地产低迷行情影响，钢、铁等大宗商品价格回落，截至2023年4月底，中厚板价格约4400元/吨，相比2022年高点下降近32%；生铁价格约3600元/吨，相比2022年高点下降近17%，释放了风机上游零部件企业的成本压力，盈利空间得以修复。同时，各省出台“十四五”风电装机规划合计310GW，沿海各省公布海风规划70GW，“十四五”期间内风电装机确定性强。我们预计2023年国内风电装机70GW，其中海风装机10GW，2024-2025年每年国内装机量至少70GW，产业链有望维持大量交付状态。

2、投资主线应聚焦交付紧张的零部件环节，优质企业利润修复超预期

投资主线方面，从交付能力角度，考虑到2023年交付大年的确定性较高，塔筒具有一定的抗通缩属性，资金投入和运输壁垒较高的塔筒环节将出现紧平衡状态，因此逆势扩张产能和积极推进出海战略的塔筒企业将率先得到利润修复。从产品结构看，海外、海上风机的高端铸件具有较好的盈利能力，国产化进度较慢的高端风电零部件拥有溢价空间，因此具备高端铸件生产能力的铸件生产企业将迎来成本改善和结构优化的双修复。此外，作为抗通缩属性最强的海缆环节将规避大兆瓦趋势下的行业通缩，龙头逐步中标国际订单将带领板块走出独立行情。

3、受益标的

塔筒环节受益标的大金重工、海力风电、天顺风能、泰胜风能、天能重工。铸锻件企业受益标的日月股份、广大特材、豪迈科技，铸造主轴环节受益标的金雷股份、通裕重工。海缆企业受益标的东方电缆、起帆电缆、中天科技、宝胜股份、亨通光电、汉缆股份。轴承环节受益标的新强联、恒润股份、长盛轴承。

4.风险提示：政策变动风险；原材料价格上涨风险；行业竞争加剧风险。

目录

CONTENTS

- 1 风电：2023年是风电交付大年
- 2 赛道：海风成长属性凸显，零部件持续国产化
- 3 塔筒：大型化趋势下抗通缩，成本优势支撑出海逻辑
- 4 铸件：上游释压，新晋产能有望加速利润修复
- 5 海缆：抗通缩属性凸显，量价齐升
- 6 风险提示

1.1 2022年风电板块行情回顾

□ 上游成本压力缓解，交付大年预判逐步兑现，板块处于低位具有较大向上空间。2022年受国际行情影响，大宗原材料延续2021年高位行情，对风电上游零部件造成较大的成本压力；下游大型化趋势倒逼整机中标价格下滑，行业盈利空间双向挤压，估值不断下探。2023年原材料价格回落，预期装机订单拉动规模效应，释放成本压力；零部件各环节推进高端国产化进度，国际订单印证出海逻辑。综上，成本下降让出盈利空间&产品结构优化得到国际认可，考虑到2023年风电板块估值仍处于低位，向上空间广阔，配置上游优质零部件标的具有一定性价比。

图1：2022年-2023年4月风电指数回顾



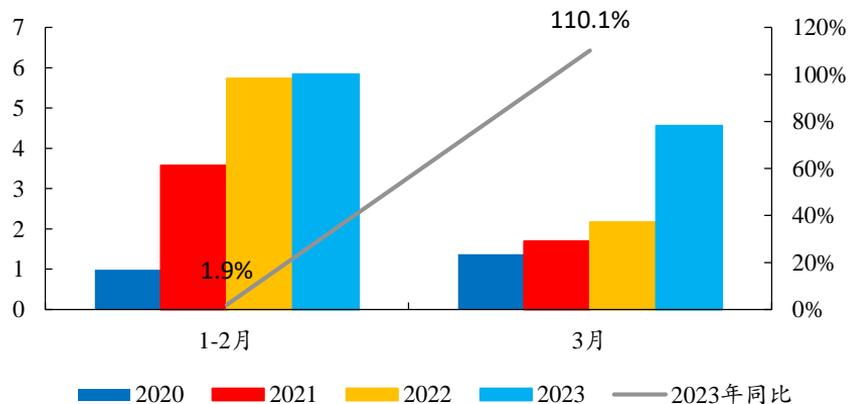
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 Q1装机量景气，初步印证2023年交付大年预判

□ **2023Q1装机量大超预期，3月单月装机量创新高。**根据国家能源局统计，2023年1-2月新增风电并网装机量为5.8GW，3月新增风电并网装机量为4.6GW，同比增长110.1%，Q1合计并网装机10.4GW，同比增长31.6%，月度和季度层面并网容量都有明显增长。主要原因在于去年年末由于施工受限，2022年能源局并网口径与行业吊装量存在12.2GW的缺口，会在2023H1逐步释放。

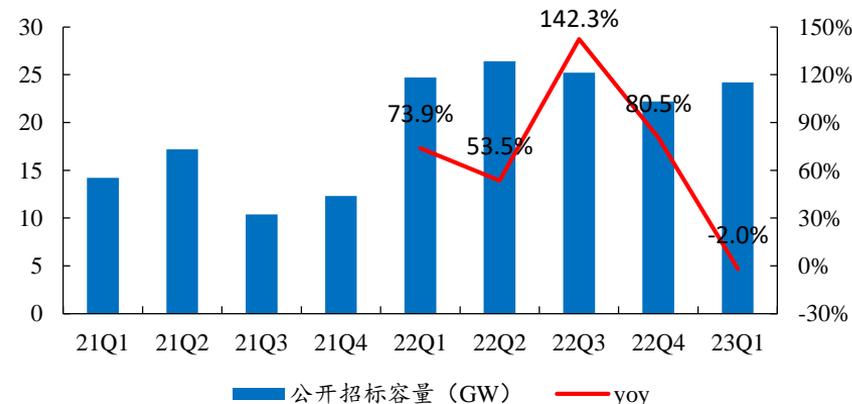
□ **Q1招标量延续高热度，2022年招标量奠定2023年交付基础。**根据中国招标投标网的不完全统计，2023Q1风电公开招标量为24.2GW，按照以往招标量年内与下年3:7的装机比例，2023Q1招标容量有望于2023年内交付与并网，考虑到2022年招标容量达98.5GW，装机储备量旺盛，强有力地支撑了2023年将是风电行业交付与并网大年的预判。

图2：2023年3月新增风电并网装机量同比增长较明显（GW）



数据来源：国家能源局、开源证券研究所

图3：2023Q1风电招标量维持高位（GW）

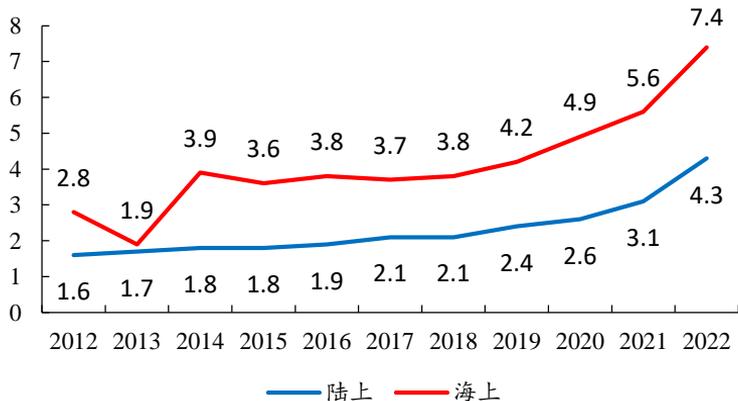


数据来源：金风科技官网、中国招标投标公共服务平台、开源证券研究所

1.3 大型化趋势加速，中标价格持续下探

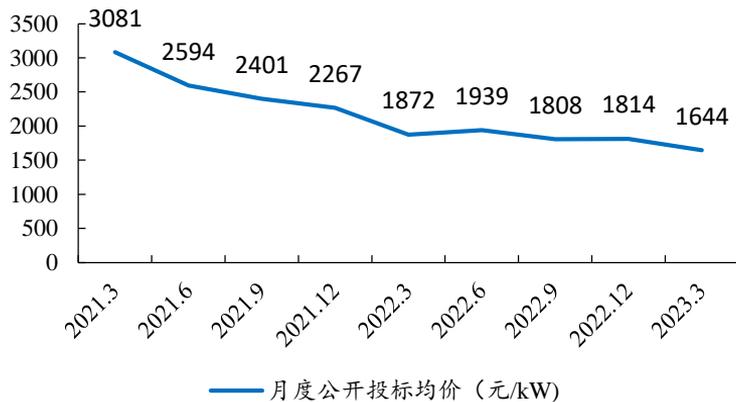
- ❑ 风机大型化持续推进，投标价格持续降低。根据CWEA数据统计，国内风电机组的大型化进程持续推进，2022年海风与陆风的机组平均功率分别达到了7.4MW与4.3MW，分别同比增长32.1%、38.7%，行业多家整机商都已推出18MW海上风机，陆、海大型化趋势仍在加速。
- ❑ 受风机厂竞争加剧与机组大型化趋势的影响，自2021年风电迈入平价时代起，风机投标均价持续下跌，2023年3月风电机组月度公开投标均价已经降低到了1644元/kW，叠加上游大宗原材料的回落影响，2023年风机中标价有概率进一步下探。

图4：2012-2022陆风和海风机组平均功率增长较快



数据来源：CWEA、开源证券研究所

图5：2021Q1-2023Q1风电机组公开投标均价走低



数据来源：金风科技官网、开源证券研究所

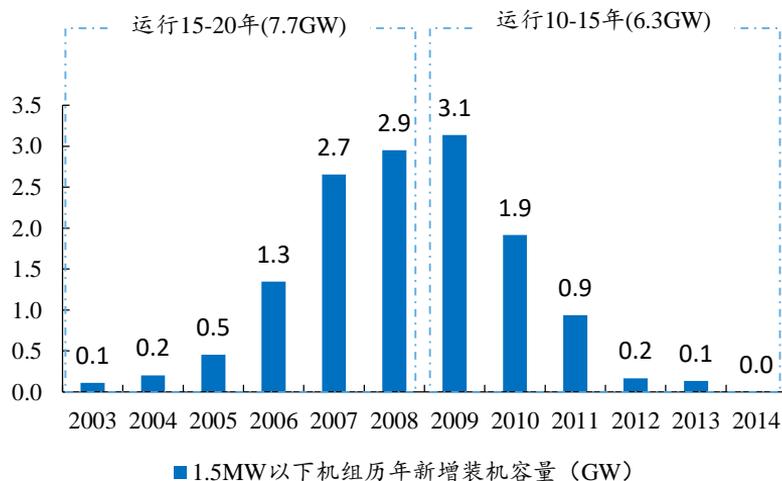
- 《风电场改造升级和退役管理办法》即将出台。2021年12月，国家能源局发布《风电场改造升级和退役管理办法（征求意见稿）》后，除宁夏试点外，未有进一步实施细则出台，项目落地缺少指引。在2023年3月的中国风能新春茶话会上，国家能源局表示将推动出台《风电场改造升级和退役管理办法》，将正式激发风电开发商对于风电技改的迫切需求与积极性。
- 老旧小风电场市场空间广阔。从宁夏试点政策看，“小”指的是1.5MW及以下机组，根据中电联统计，1.5MW以下运行10年以上的风电场容量超14GW，按3MW机组替换计算，市场空间也有接近30GW，替换1.5MW风机的市场空间更为广阔。

表1：各省“以大代小”政策仅有宁夏试点较为详细

地区	政策文件	政策内容
辽宁	《辽宁省项目建设方案》	项目业主可申请批量解列拆除部分或全部旧机组，并用新机组替代，支持现役风电机组更新建设。
江西	江西省《十四五能源发展规划》	鼓励业主单位通过技改、置换等方式实施老旧风电场技术改造升级，重点开展单机容量<1.5MW的风电机组技改升级。
山西	《关于进一步梳理山西风电项目有关事宜的通知》	了解运行5年以上风电项目情况，要求在保证安全的前提下，充分挖掘风电场潜能，在原风场厂址内利用现有设备设施进行项目技改升级置换及扩容，提升风资源利用率。
浙江	浙江省《十四五能源发展规划》	遵循企业自愿原则，鼓励业主单位通过技改、置换等方式，重点开展单机容量<1.5MW的风电机组技改升级。
甘肃	《关于培育壮大新能源产业链的意见》	启动老旧风机退役更新换代应用，开展风机叶片回收再利用循环试点。
宁夏	《关于开展宁夏老旧风电场“以大代小”更新试点的通知》	更新试点主要针对全区并网运行时间较长、单机容量在1.5MW及以下、连续多年利用小时数低下、存在安全隐患的项目。老旧风电场更新时应选择单机容量大（原则3.0MW及以上）、技术先进的行业主流机型替代原有小容量风电机组，力争实现老旧风电场土地、风能资源利用最大化。

资料来源：北极星风力发电网、开源证券研究所

图6：运行10年以上的1.5MW以下风电场容量超14GW



数据来源：中电联、开源证券研究所

目录

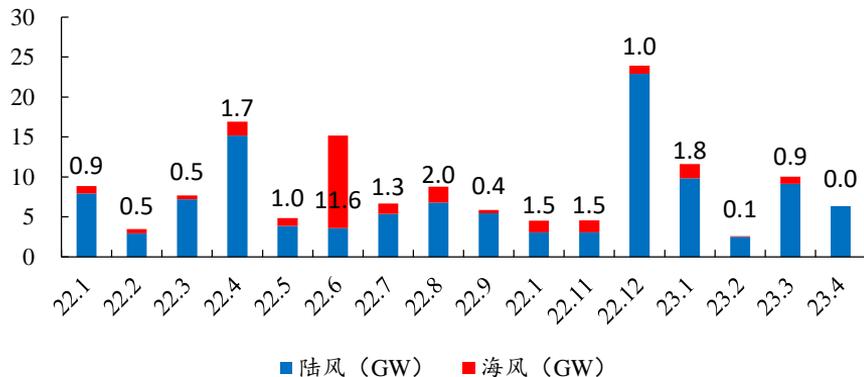
CONTENTS

- 1 风电：2023年是风电交付大年
- 2 赛道：海风成长属性凸显，零部件持续国产化
- 3 塔筒：大型化趋势下抗通缩，成本优势支撑出海逻辑
- 4 铸件：上游释压，新晋产能有望加速利润修复
- 5 海缆：抗通缩属性凸显，量价齐升
- 6 风险提示

2.1 海风需求：平价叠加政策规划，海风成长属性凸显

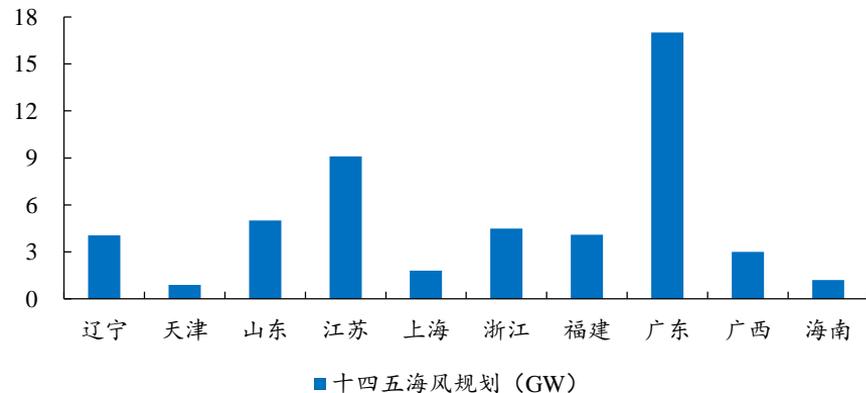
- **海风平价已至，成长属性凸显。**2021年是海上风电补贴的最后一年，当时出于对海风何时平价的担忧使得2021年海风招标量相对较少。随着2022年海风大型化的推进，多个海风项目已经成功实现了平价，海风招标量也得到修复，根据我们通过中国招标投标公共服务平台的不完全统计，2022年海风招标量为23.8GW（含国电投10.5GW海上风机招标框架）。2023Q1海风招标量为2.8GW，同比增长47.5%。
- **各省“十四五”海风规划新增装机合计超50GW。**海风因为其风资源更好同时更靠近消纳中心的缘故，是当前沿海省份的建设重点，包括山东、浙江、广东等地均出台了针对海风的省补，同时从沿海各省份“十四五”规划看，其中海风规划新增装机合计约50GW。各省海风规划不仅为“十四五”海风装机兜底，也在预示“十五五”海风将持续高增长。

图7：2023年海风招标量景气



数据来源：中国招标投标公共服务平台、开源证券研究所

图8：各省十四五海风规划合计超50GW



数据来源：各省政府官方网站、开源证券研究所

2.2 海风需求：省补出台接力国补持续刺激市场

□ 省补将有力推动海上风电向全面平价过渡。2022年11月上海市出台《可再生能源和新能源发展专项资金扶持办法》，给予海上风电项目一定的地方财政补贴，对于深远海海上风电项目给予500元/kW的补贴。上海由此成为继广东、山东、浙江后，第四个明确海上风电省级补贴支持政策的地区。四省的补贴也都以不同形式进行阶梯式退补，既能在现阶段帮助提升海上风电项目的经济性，又可以持续刺激产业链各个环节进一步降本增效。

表2：各省市海风补贴政策出台接力国补

地区	日期	政策/会议	补贴内容
广东省	2021.6.1	《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案》	2018年底前已完成核准、在2022年至2024年全容量并网的省管海域项目，对2025年起并网的项目不再补贴；补贴标准为2022年、2023年、2024年全容量并网项目每千瓦分别补贴1500元、1000元、500元。
山东省	2022.4.1	山东省政府新闻办	2022-2024年建成并网的“十四五”海上风电项目，分别按照每千瓦800元、500元、300元的标准给予补贴。补贴规模分别不超过200万千瓦、340万千瓦、160万千瓦。2023年底前建成并网的海上风电项目，免于配建或租赁储能设施。
浙江省	2022.7.4	《关于2022年风电、光伏项目开发建设有关事项的通知》	2022-2023年，全省享受海上风电省级补贴规模分别按60万千瓦和150万千瓦控制、补贴标准分别为0.03元/千瓦时和0.015元/千瓦时。以项目全容量并网年份确定相应的补贴标准，按照“先建先得”原则确定享受省级补贴的项目，直至补贴规模用完。项目补贴期限为10年，从项目全容量并网的第二年开始，按等效年利用小时数2600小时进行补贴。2021年底前已核准项目，2023年底未实现全容量并网将不再享受省级财政补贴。
上海市	2022.11.24	《上海市可再生能源和新能源发展专项资金扶持办法》	深远海海上风电项目和场址中心离岸距离大于等于50公里近海海上风电项目奖励标准为500元/千瓦。单个项目年度奖励金额不超过5000万元。

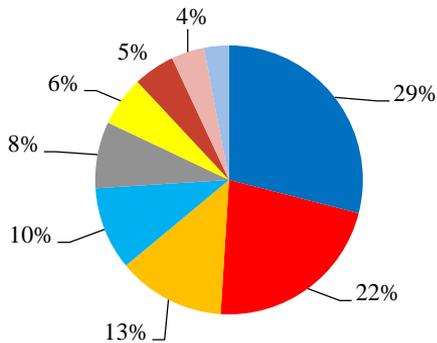
资料来源：各省政府官网、开源证券研究所

2.3 交付大年下风电零部件景气度有望抬升

- 交付大年促使主机厂纷纷开始锁定相关零部件产能。考虑到2023年是交付大年，多家主机厂在2022年年底纷纷锁定上游零部件产能以如期完成自己的交付目标，预计2023年将是风电零部件厂家景气度相对较高的一年。
- 塔筒、叶片、齿轮箱是陆上风电机组的主要成本构成。对陆上风机的成本进行拆分可以看出，其主要成本构成包括叶片、齿轮箱、轮毂、主轴轴承等等。
- 海风成本构成当中风电机组和海缆的价值量较高。风电机组及塔筒的成本占比为42.5%，海缆占比7%，合计约占项目总成本的50%。海风因为其平均机组功率相对更大，相应的大兆瓦产品生产难度将相对更大。

图9：塔筒、叶片、齿轮箱是陆上风电机组的主要成本构成

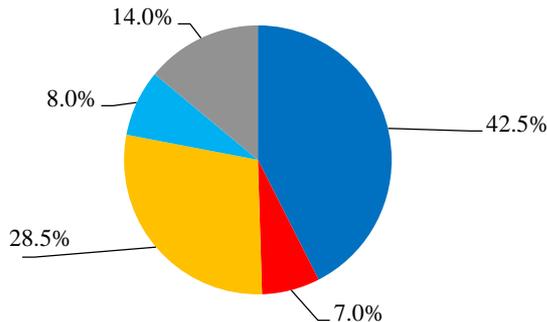
■ 塔筒 ■ 叶片 ■ 齿轮箱 ■ 轮毂 ■ 机舱 ■ 变流器 ■ 主轴轴承 ■ 发电机 ■ 其他



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图10：海风成本构成当中风电机组和海缆的价值量较高

■ 风电机组及塔筒 ■ 海缆 ■ 建筑工程费 ■ 安装工程费 ■ 其他



数据来源：《海上风电项目全寿命周期的成本构成及其敏感性分析》金长营著、开源证券研究所

目录

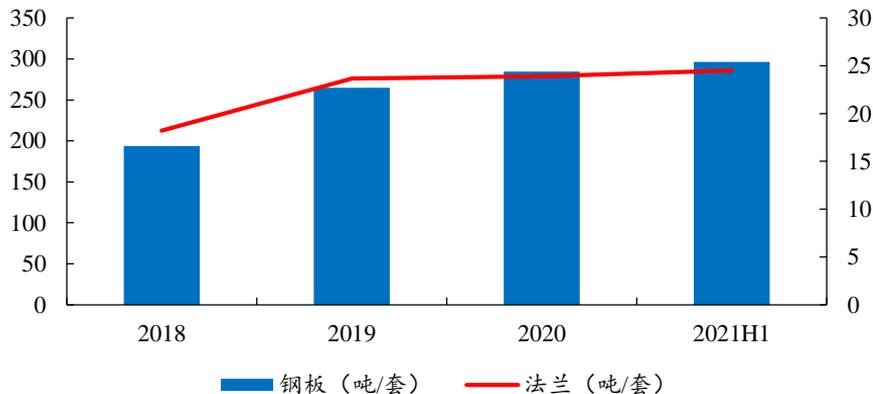
CONTENTS

- 1 风电：2023年是风电交付大年
- 2 赛道：海风成长属性凸显，零部件持续国产化
- 3 塔筒：大型化趋势下抗通缩，成本优势支撑出海逻辑
- 4 铸件：上游释压，新晋产能有望加速利润修复
- 5 海缆：抗通缩属性凸显，量价齐升
- 6 风险提示

3.1 塔筒：大型化趋势下抗通缩，成本优势支撑出海逻辑

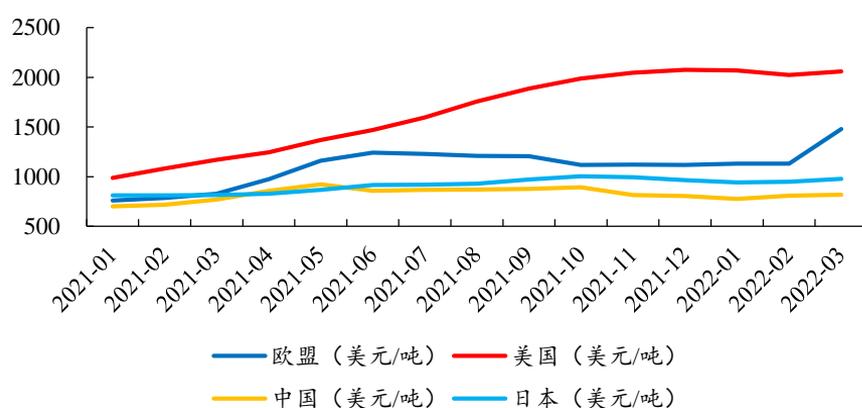
- 塔筒具有抗通缩属性，风机大型化、深远海化将进一步提升基础用量需求。尽管单机容量变大减少了风电场需要的风机数量，但主机发电功率的提升也会带来对塔筒支撑力的进一步需求，塔筒的高度与直径在不断增加。根据海力风电招股书披露，单套风机所需要的钢板重量在不断提升，塔筒环节在大型化趋势下具有一定的抗通缩属性。
- 原材料国内价格持续拉开优势，具有出海机遇。根据大金重工年报披露，欧洲海上风电桩基的主要解决方案为单桩产品，主要供应商的年产能总和不足600根，其中50%的产品直径在11m以下，尚不能很好地匹配欧洲风机大型化的需求。此外，欧盟与国内的中厚板价差在持续扩大，国内塔筒企业出海具有明显成本优势。

图11：单套塔筒需要的钢板重量在增加



数据来源：海力风电招股书、开源证券研究所

图12：国内中厚板价格具有成本优势



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 受益标的：海力风电&大金重工

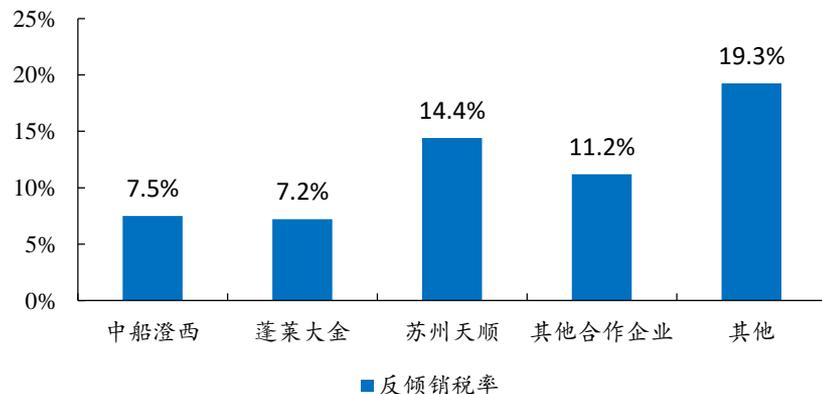
- **海力风电码头资源丰富，运输成本领先。**海力风电当前拥有2处可使用码头，小洋口风电母港码头地理位置优越且风电设备出运条件好，三夹沙码头可低成本替代海灵码头，该码头目前已取得 339 米岸线使用权；启东吕四港码头目前正处于规划中，运输成本领先行业。
- **大金重工码头资源优质，欧洲关税低出口优势明显。**公司的山东蓬莱码头是国内最优质的海风塔筒码头，有望充分受益于山东海风的发展，公司蓬莱码头在泊位、水域面积、水深上优势突出。此外大金重工以蓬莱港为基点，积极出海，大金重工在欧洲的反倾销税为7.2%是国内最低，关税优势明显，有望充分受益于欧洲海风的发展。

表3：拥有码头资源的塔筒企业将拥有运输成本优势

公司	港口	港口简介
海力风电	小洋口风电母港	一期形成长2.5千米、平均水深7米的航道和长、宽各400米左右的挖入式港池，二期全面建成后年吞吐能力将达到100万吨至150万吨。
	海灵码头	系潮汐码头，仅于涨潮时可进行货船出入，运输能力较小。
	三夹沙码头	非潮汐码头，随时可安排货船出海，运输能力较大，公司拥有339米岸线使用权。
	启东吕四港码头	岸线总长不超过300米，正在规划中。
大金重工	山东蓬莱码头	有2个10万吨级对外开放专用泊位，1个3.5万吨级对外开放风电专用凹槽泊位，2个正在履行审批手续的靠泊等级10万吨级泊位，水深10-16米。

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

图13：蓬莱大金享有2021年欧洲塔筒最低反倾销税率



数据来源：欧盟委员会、开源证券研究所

目录

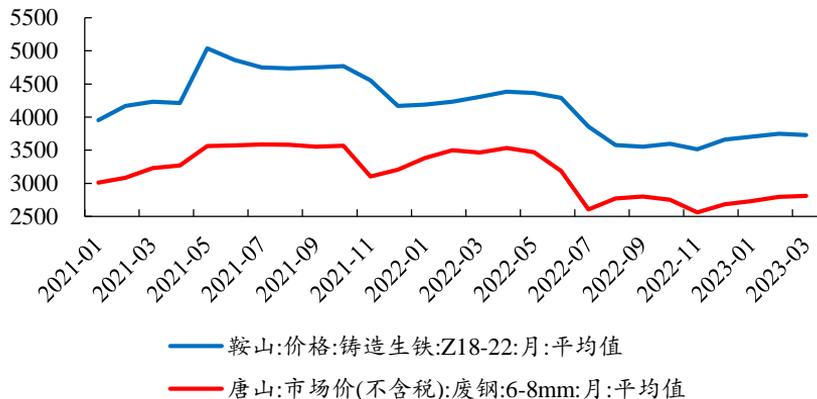
CONTENTS

- 1 风电：2023年是风电交付大年
- 2 赛道：海风成长属性凸显，零部件持续国产化
- 3 塔筒：大型化趋势下抗通缩，成本优势支撑出海逻辑
- 4 铸件：上游释压，新晋产能有望加速利润修复
- 5 海缆：抗通缩属性凸显，量价齐升
- 6 风险提示

4.1 铸件：上游释压，新晋产能有望加速利润修复

□ 原材料高位回落，有望修复盈利空间。风电铸件的价格是由整机厂商与铸件制造商提前以年度合同协定，毛利率易受原材料的变化而波动。铸件的主要原材料为生铁和废钢，2022年上半年钢、铁等大宗商品受宏观政策影响延续了2021年的高价位，铸件生产企业的成本端原材料价格大幅上涨，侵蚀了部分毛利率。2022Q3起生铁与废钢价格回落，给予了铸件生产企业一定的利润修复空间。

图14：铸件原材料为生铁和废钢



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：铸件龙头日月股份2023Q1毛利率回升

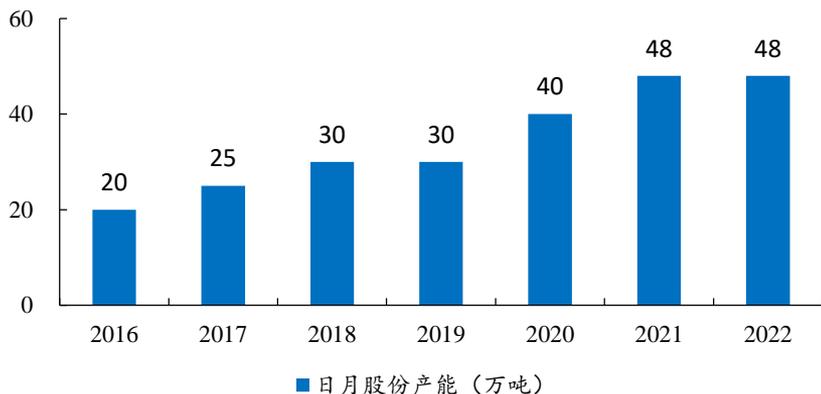


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2 受益标的：日月股份&广大特材

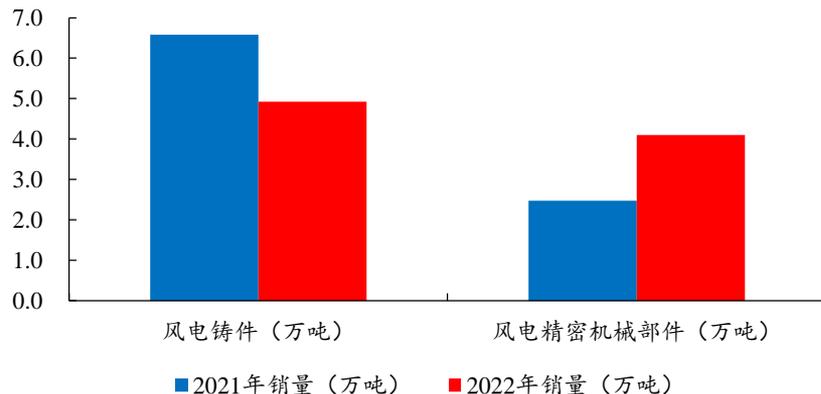
- 铸件龙头日月股份逆势扩张，有望实现量利齐升。在2020、2021年行业盈利低谷期，日月股份保持高速扩张趋势，截至2022年底，公司具备48万吨铸造产能，在建铸造产能合计70万吨，下游风电装机量的增长可充分消化扩张产能，同时公司积极调整产品结构，海上大型化铸件占比提升叠加内部技改降本，将大幅改善公司盈利水平。
- 风电铸件量价改善，广大特材齿轮箱业务贡献新增长点。随着公司技改项目达产，现有铸件总产能达到20万吨铸件毛坯以及15万吨精加工，2022年风电铸件出货量同比下滑，2023年有望实现量、价的大幅改善。2023Q1公司首批50台套齿轮箱精加工设备已开始向南高齿小批量供应，齿轮箱高端部件业务即将贡献营收。

图16：日月股份产能高速扩张



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：广大特材风电部件销量上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

目录

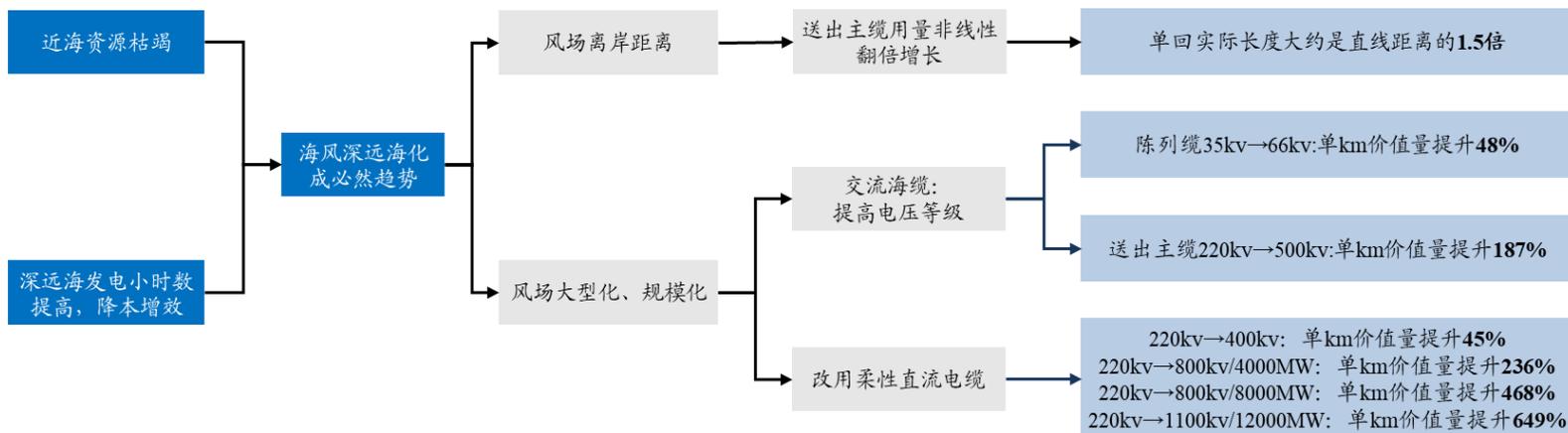
CONTENTS

- 1 风电：2023年是风电交付大年
- 2 赛道：海风成长属性凸显，零部件持续国产化
- 3 塔筒：大型化趋势下抗通缩，成本优势支撑出海逻辑
- 4 铸件：上游释压，新晋产能有望加速利润修复
- 5 海缆：抗通缩属性凸显，量价齐升
- 6 风险提示

5.1 海缆：抗通缩属性凸显，量价齐升

- 受益海上风电深远海化，海缆抗通缩属性凸显。海缆是没有随着海风大型化价值量被摊薄的环节之一。随着海上风电进一步向深远海发展，更远的离岸距离需要更长的海缆。为了减少长距离运输带来的电力损耗，更高电压等级的交流海缆和更稳定、损耗少的柔性直流海缆将成为主流，海缆环节的抗通缩属性体现在高价值量产品渗透率的提升。
- 大型化趋势下，海缆有望实现量价齐升。从量上看，离岸距离增加34%，送出缆用量超线性翻倍增长。在价值量方面，更高电压等级和柔性直流海缆的应用使得海缆的单km价值量能够提升48-649%。

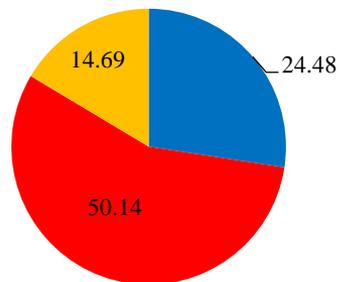
图18：大兆瓦趋势下海缆具有抗通缩逻辑



资料来源：北极星风力发电网、《中广核嵊泗5#、6#海上风电场工程海洋环境影响报告书公示》、开源证券研究所

- 引领高端海缆，在手订单饱满。2022年公司中标全球首个三芯500kV海底电缆项目，2023Q1首次交付，充分受益高端海缆的高附加价值。2023Q1在手订单饱满，约89.3亿元，其中海缆系统50.1亿元。
- 坚定推进出海战略，逐步获得国际主流市场认可。继2022年中标2个欧洲海风项目，公司进一步推进国际化战略，2023Q1在海洋油气领域获得了国际著名石油巨头卡塔尔油气公司NFXP脐带缆项目，并签署了Inch Cape 1.08GW海上风电项目输出缆供应前期工程协议，有望签订主合同成为供应商。

图19：2023Q1在手订单充沛



■ 陆缆在手订单 (亿元) ■ 海缆在手订单 (亿元) ■ 海洋工程在手订单 (亿元)

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表4：海外市场推进顺利

中标日期	项目	产品类型	金额 (亿元)
2022.3.25	HollandseKust West Beta 海风项目	220/66kV	5.3
2022.11.2	苏格兰 Pentland Firth East 项目	35kV	1
2023Q1	卡塔尔油气公司NFXP脐带缆项目	脐带缆	
2023Q1	INCH CAPE海上风电输出缆供应前期工程项目	输出缆	0.14

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表5：受益标的公司盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元） 2023/5/9	归母净利润（亿元）			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
301155.SZ	海力风电	未评级	72.65	7.64	12.61	17.05	20.7	12.5	9.3
002487.SZ	大金重工	未评级	31.99	13.75	23.00	16.68	14.8	8.9	12.2
603218.SH	日月股份	未评级	21.03	8.86	11.69	13.89	24.5	18.6	15.6
688186.SH	广大特材	未评级	33.58	3.23	5.28	7.53	22.2	13.6	9.5
603606.SH	东方电缆	未评级	46.14	16.23	21.71	26.72	19.6	14.6	11.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价日期为2023年5月9日，表中盈利预测来自于Wind一致预期。）

目录

CONTENTS

- 1 风电：2023年是风电交付大年
- 2 赛道：海风成长属性凸显，零部件持续国产化
- 3 塔筒：大型化趋势下抗通缩，成本优势支撑出海逻辑
- 4 铸件：上游释压，新晋产能有望加速利润修复
- 5 海缆：抗通缩属性凸显，量价齐升
- 6 风险提示

政策变动风险；

原材料价格上涨风险；

行业竞争加剧风险

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券