

泰胜风能 (300129)：海上风电首选标的，军民融合值得期待 审慎推荐(首次)

电气设备

当前股价：7.65 元

报告日期：2017 年 10 月 26 日

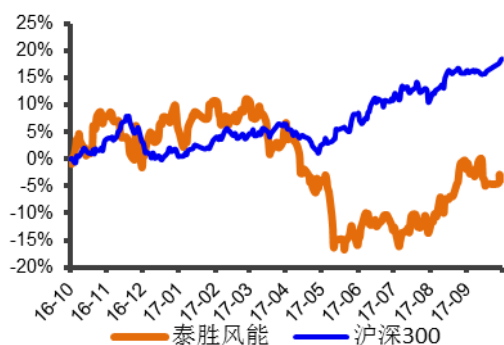
主要财务指标 (单位：百万元)

|              | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入         | 1505.62 | 2258.44 | 2935.97 | 3816.76 |
| (+/-)        | -5.72%  | 50.00%  | 30.00%  | 30.00%  |
| 归属母公司<br>净利润 | 219.11  | 199.33  | 374.23  | 500.78  |
| (+/-)        | 29.34%  | -9.02%  | 87.74%  | 33.82%  |
| EPS (元)      | 0.301   | 0.274   | 0.515   | 0.689   |
| 市盈率          | 25.39   | 27.90   | 14.86   | 11.11   |
| 毛利率          | 33.98%  | 26.00%  | 30.00%  | 30.00%  |
| ROE          | 10.19%  | 8.61%   | 14.27%  | 16.49%  |

公司基本情况 (最新)

|               |           |
|---------------|-----------|
| 总股本/已流通股 (亿股) | 7.27/4.90 |
| 流通市值 (亿元)     | 37.98     |
| 每股净资产 (元)     | 3.11      |
| 资产负债率 (%)     | 30.13     |

股价表现 (最近一年)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：潘永乐

执业证书编号：S1050517100001

联系电话：021-54967705

邮箱：panyl@cfsc.com.cn

●积极拓展新需求，风塔业务营收逆势增长。今年国内的风电建设主要区域转向华北、华东和华中南方地区，公司面对国内市场新形势，主动拓展新需求，一方面大力拓展海外市场；另一方面主动采取品牌输出和技术输出的方式来抢占国内南方市场。2017 年上半年公司陆上风电产品实现收入 5.35 亿元，同比增长 16.27%；陆上风电产品新增订单 6.17 亿元，已完成 5.95 亿元，在手订单仍有 9.7 亿元。

●海上风电大幅增长，公司依靠蓝岛海工具备先发优势。2017 年上半年国内整体海上风电装机规模快速上升。公司在海上风塔业务方面有着独特的竞争优势，依靠前期收购的子公司蓝岛海工相关技术团队，公司在大直径、超厚板、重吨位管桩、导管架及升压站等海上风电配套产品方面处于国内市场领先地位。2017 年上半年公司海上风电产品实现收入 1.47 亿元，同比增长 813.44%；海上风电产品新增订单 0.79 亿元，已完成 1.75 亿元，在手订单仍有 3.76 亿元。

●原材料价格上涨，公司陆上风电产品毛利率下滑。2017 年上半年以来钢材（中厚板材）等周期品价格大幅上升，虽然公司的销售模式是以销定产，但由于钢材（中厚板材）占公司产品成本的 60%左右，且从订单到原材料采购这一个月期间原材料价格的大幅波动只能由公司消化，这直接使得上半年公司风塔产品毛利率出现显著下滑。

●联合丰年资本，走军民融合道路积极发展军工业务。2017 年 9 月 21 日，公司公告与江苏昌力科技发展有限公司签署战略合作协议，计划对昌力科技进行投资。昌力科技主营高精度油缸系列产品，目前军品订单占总业务规模超过 95%。昌力科技 2016 年实现营收 5223 万元，净利润 1298 万元；2017 年上半年实现营收 8202 万元，净利润 2750 万元。

●三季报确认营收大幅增长趋势，静待业绩拐点。10 月 26 日公司公告三季报，三季度单季度营收 5.35 亿元，同比大增 72.01%；三季度单季度归母净利润 4517 万元，同比下滑 13.37%。我们认为，公司三季度营收同比加速大幅增长，体现公司风塔业务逆势扩张的结果。公司公告称三季度营收大幅增长来源于海外业务营收与海上风电营收大增，与我们的预期一致。我们认为，随着公司毛利率逐渐恢复，投资者可耐心等待业绩拐点到来。



● **盈利预测：**公司目前股价基本处于丰年资本增持价格附近，拥有较好的安全边际。考虑到公司目前订单充足、海上风电大幅增长以及4季度毛利率有望企稳回升的背景，我们预计2017、2018、2019年公司EPS分别为0.274、0.515、0.689元，首次给予其“审慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**我国陆地风电新增装机出现大幅下滑；我国海上风电新增装机不及预期；公司海外订单不及预期；公司毛利率回升不及预期；公司军工业务外延不及预期等。



## 目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 1 公司基本情况 .....                     | 4  |
| 2 积极拓展新需求，风塔业务营收逆势增长 .....         | 6  |
| 2.1 受弃风因素影响，全国风电新增装机容量增速不及预期 ..... | 6  |
| 2.2 公司主动拓展新需求，营收逆势增长 .....         | 7  |
| 2.3 原材料价格上涨，公司陆上风电产品毛利率下滑 .....    | 8  |
| 2.4 海上风电大幅增长，公司依靠蓝岛海工具备先发优势 .....  | 9  |
| 3 联合丰年资本，走军民融合道路积极发展军工业务 .....     | 10 |
| 4 三季报确认营收大幅增长趋势，静待业绩拐点 .....       | 11 |
| 5 公司盈利预测与估值 .....                  | 12 |
| 6 风险提示 .....                       | 12 |
| 7 预测财务报表（单位：百万元） .....             | 13 |

## 图表目录

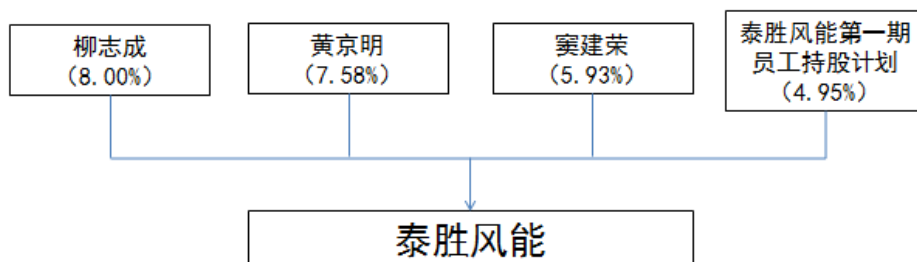
|  |    |
|--|----|
| 图表 1：泰胜风能主要股权结构 .....                  | 4  |
| 图表 2：泰胜风能组织结构图 .....                   | 4  |
| 图表 3：泰胜风能营收变化情况 .....                  | 5  |
| 图表 4：泰胜风能归母净利润变化情况 .....               | 5  |
| 图表 5：泰胜风能营收占比情况 .....                  | 5  |
| 图表 6：泰胜风能毛利润占比情况 .....                 | 5  |
| 图表 7：风电设备每季度新增招标量情况（单位：GW） .....       | 6  |
| 图表 8：我国风电逐年新增装机容量（单位：GW） .....         | 6  |
| 图表 9：我国目前已核准待建设风电项目区域分布情况（单位：GW） ..... | 7  |
| 图表 10：泰胜风能风塔业务营收变化情况（单位：亿元） .....      | 8  |
| 图表 11：国内中厚板含税价格与两家主要风塔厂商毛利率对比 .....    | 9  |
| 图表 12：我国海上风电新增装机情况（单位：MW） .....        | 9  |
| 图表 13：昌力科技目前股东结构 .....                 | 10 |
| 图表 14：泰胜风能单季度营收及同比增速变化情况 .....         | 11 |
| 图表 15：泰胜风能单季度归母净利润及同比增速变化情况 .....      | 11 |



## 1 公司基本情况

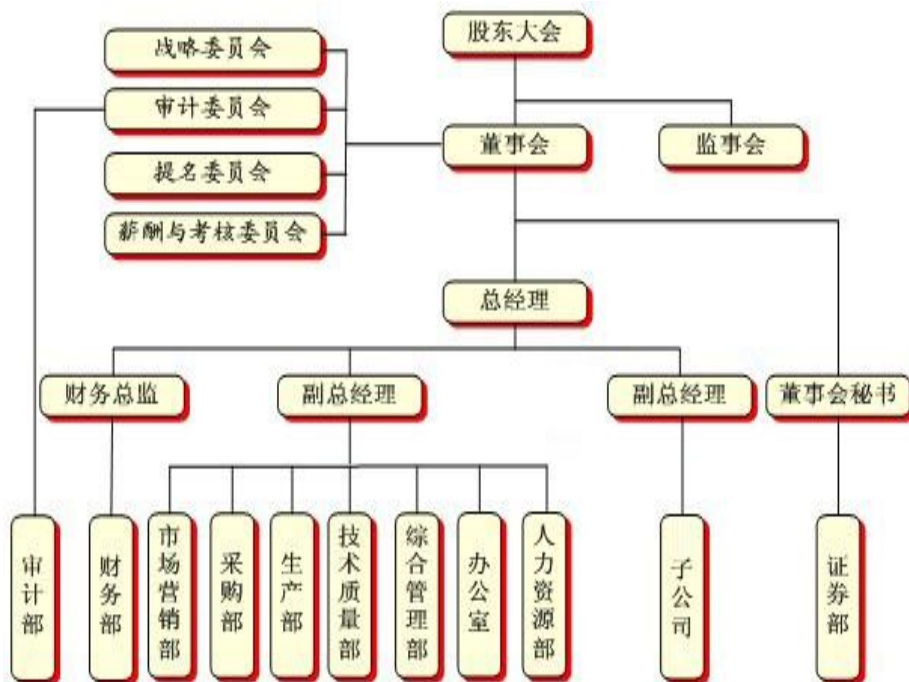
泰胜风能于 2010 年 10 月 19 日在创业板上市，公司是中国最早专业从事风机塔架制造的公司之一，也是国内外知名的风力发电机配套塔架专业制造商。公司还是《风力发电机组-塔架》国家标准、《风力发电机组-环形锻件》国家标准、《海上风力机组-设计要求》国家标准制定的参与者。

图表 1：泰胜风能主要股权结构



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 2：泰胜风能组织结构图



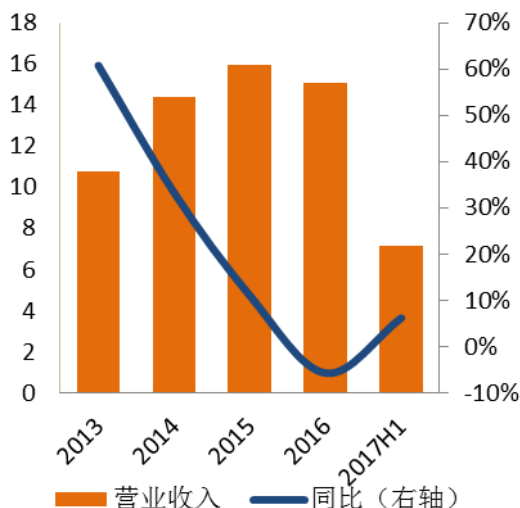
资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

泰胜风能目前主营业务包括风塔设备、海工设备以及未来计划增加的军工业务三个模块。风塔设备方面，主要产品包括自主品牌的陆上风电塔架和海上风电塔架、导管架、管桩及相关辅件、零件，该产品是陆上及海上风力发电机组的主要部件之一，主要起支撑作用；海工设备方面，目前公司主要产品包括海工平台、相关辅件、零件以及用于海洋工程各类钢结



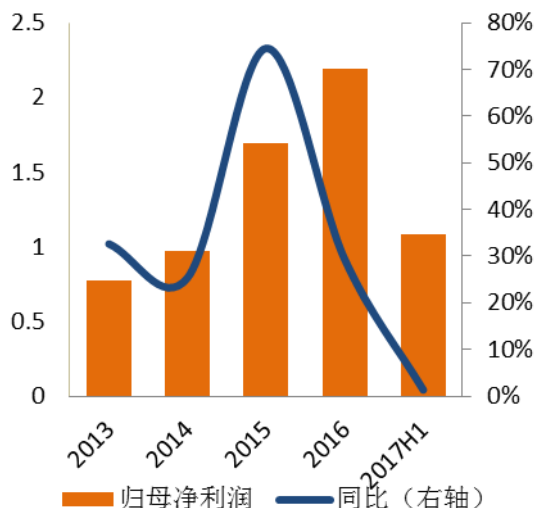
构件等；军工业务方面目前有已公告投资的江苏昌力科技等。公司的业务模式主要是以销定产，根据实际订单组织安排原材料采购和生产工作。2017 年上半年公司实现营业收入 7.17 亿元，较上年同期增长 33.22%；实现归母净利润 1.08 亿元，较上年同期增长 1.34%；受原材料涨价影响，2017 年上半年毛利率仅有 25.81%，较 16 年同期下降了 11.72 pct.。

图表 3：泰胜风能营收变化情况



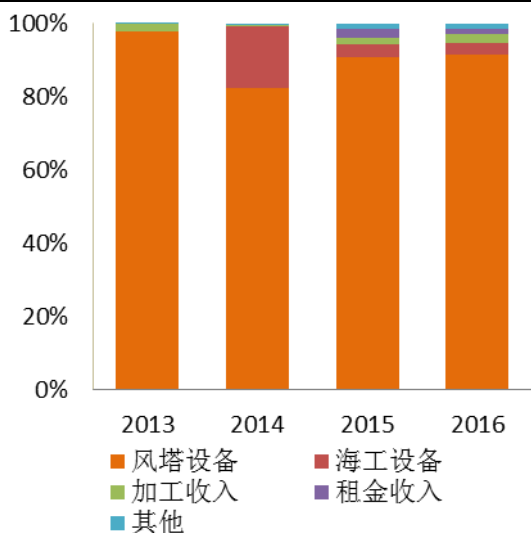
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 4：泰胜风能归母净利润变化情况



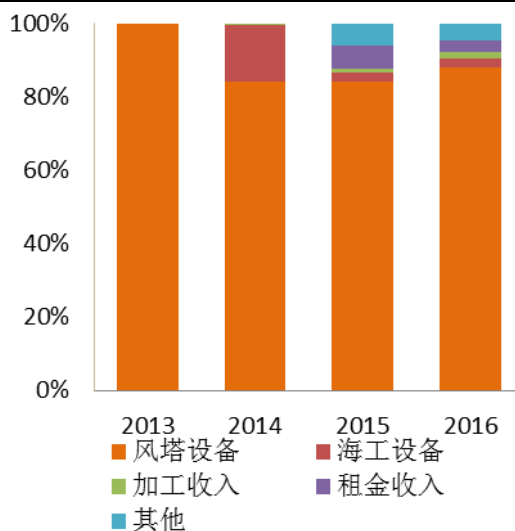
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 5：泰胜风能营收占比情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 6：泰胜风能毛利润占比情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

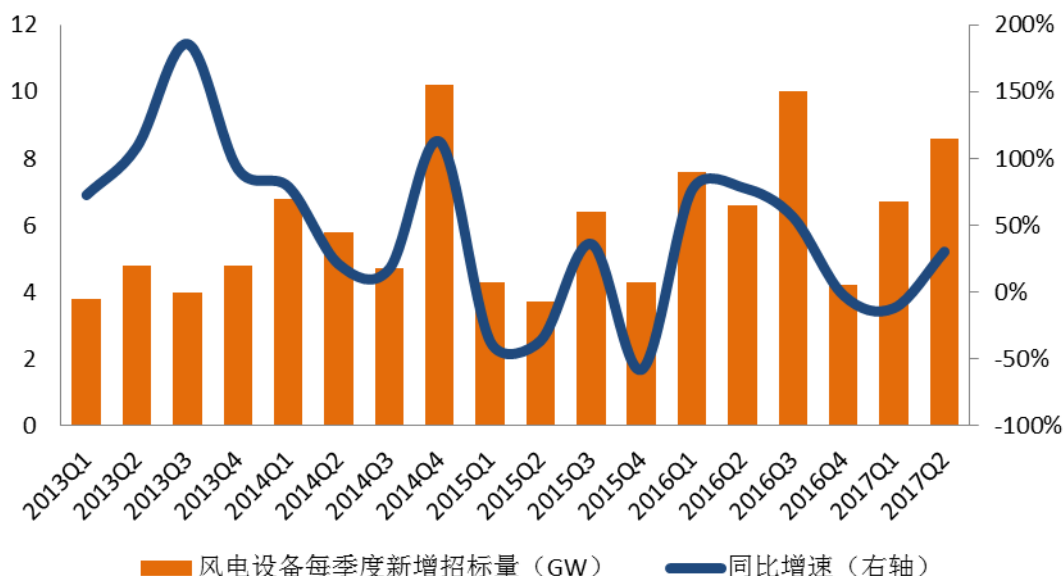


## 2 积极拓展新需求，风塔业务营收逆势增长

### 2.1 受弃风因素影响，全国风电新增装机容量增速不及预期

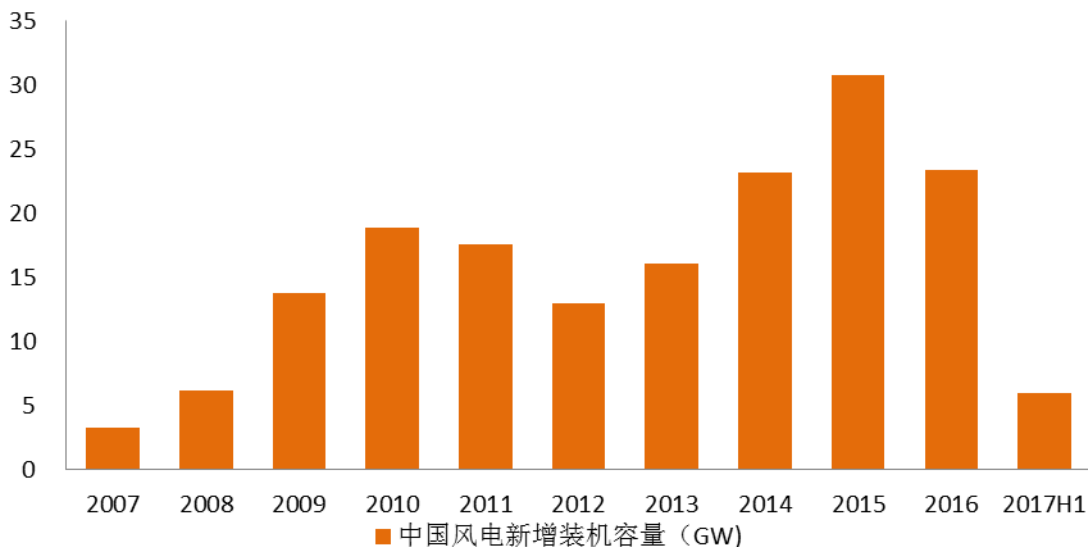
根据国家能源局数据，2017 年上半年我国风电新增并网容量 6.01GW，同比增长 12%。由于 2016 年风电设备新增招标量已达 28.4GW，加之 2016 年底我国已核未建的规模已达 84GW，因此市场之前普遍预估 2017 年风电新增装机很可能达到 30GW 的高峰。但实际 2017 年上半年新增装机仅达到 6GW，我们预计全年新增装机约在 25GW 左右，与 2016 年基本持平。

图表 7：风电设备每季度新增招标量情况（单位：GW）



资料来源：金风科技，华鑫证券研发部

图表 8：我国风电逐年新增装机容量（单位：GW）



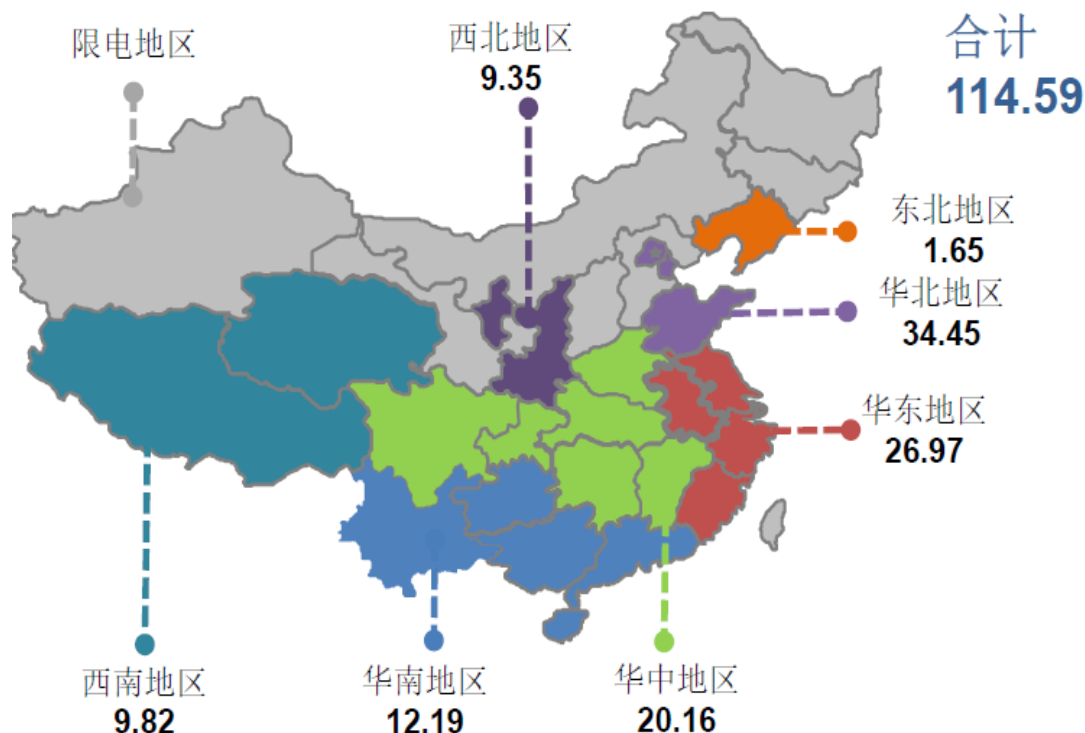
资料来源：国家能源局，华鑫证券研发部





年初国家能源局发布了《关于发布 2017 年风电投资检测预警结果的通知》，要求内蒙古、黑龙江、新疆、吉林、宁夏、甘肃等三北地区 2017 年暂停风电新项目核准及并网。据我们了解，由于风电结构调整初启，今年来实际上存在许多已批未建、已招标未启动建设或已招标未采购的情况，导致前期市场预期过高，也使得风电设备上市公司普遍市场表现不佳。但我们同样认为，由于 2017 年国家能源局又将再新增核准风电项目 30.65GW，目前仍有 114GW 项目在 2020 年前需要开工建设以获得 0.4-0.6 元/kwh 的上网电价。同时国家能源局于 2017 年 9 月 28 日下发了《2017-2020 年风电新增建设规模方案》，方案提出 2017-2020 年新增核准风电规模分别为 30.65GW、28.84GW、26.6GW、24.31GW，合计新增 110.41GW。因此我们判断，风电设备未来 3 年的市场逻辑依然存在，只是主要建设区域由三北转向中东部，设备增量结构由陆地转为海上，这是一个与我们之前持续跟踪的光伏单晶替代多晶有所类似又有所不同的逻辑。

图表 9：我国目前已核准待建设风电项目区域分布情况（单位：GW）



资料来源：金风科技，华鑫证券研发部

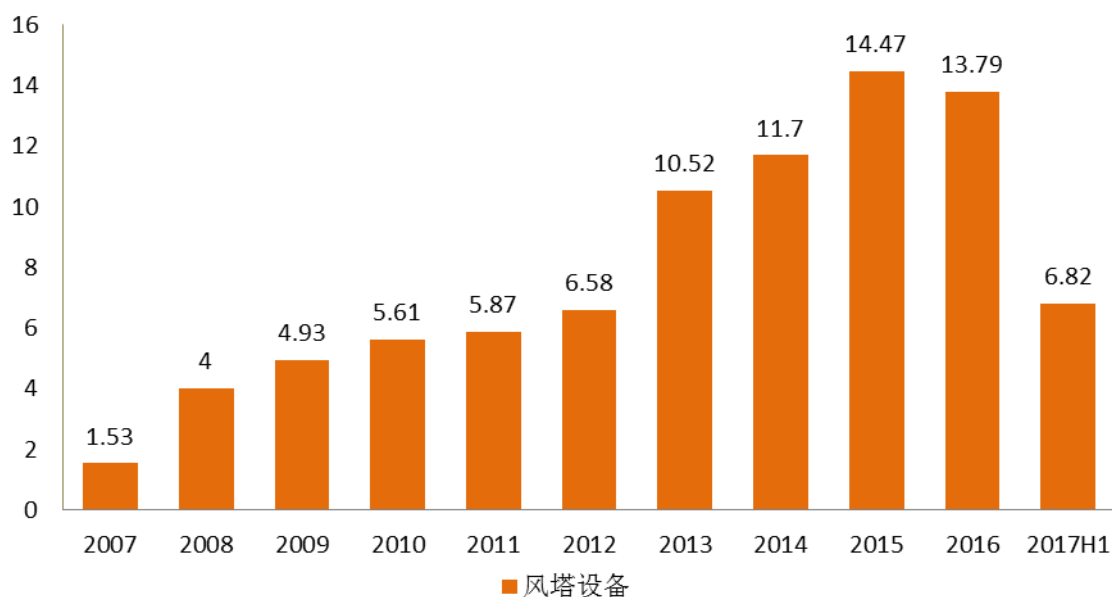
## 2.2 公司主动拓展新需求，营收逆势增长

公司是国内最早一批进入风电塔架行业的企业之一，1995 年就开始为海外客户开始配套制造风电塔架。今年由于国内的风电建设主要区域转向华北、华东和华中等南方地区，由于



南方地区山地、林地偏多，使得风电场建设面临者与三北地区显著不同的新困难：即建设周期长、建设难度高等。这也是直接导致今年风电实际新增装机不及预期的内在原因。公司面对国内市场这些新形势，主动拓展新需求，一方面大力营销 VESTAS 等海外老客户增加订单，目前新增订单接近 50% 来源于海外市场；另一方面主动采取品牌输出和技术输出的方式来抢占国内南方市场。2017 年上半年公司陆上风电产品实现收入 5.35 亿元，同比增长 16.27%。同时，公司 2017 年上半年陆上风电产品新增订单 6.17 亿元，已完成 5.95 亿元，在手订单仍有 9.7 亿元。

图表 10：泰胜风能风塔业务营收变化情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

### 2.3 原材料价格上涨，公司陆上风电产品毛利率下滑

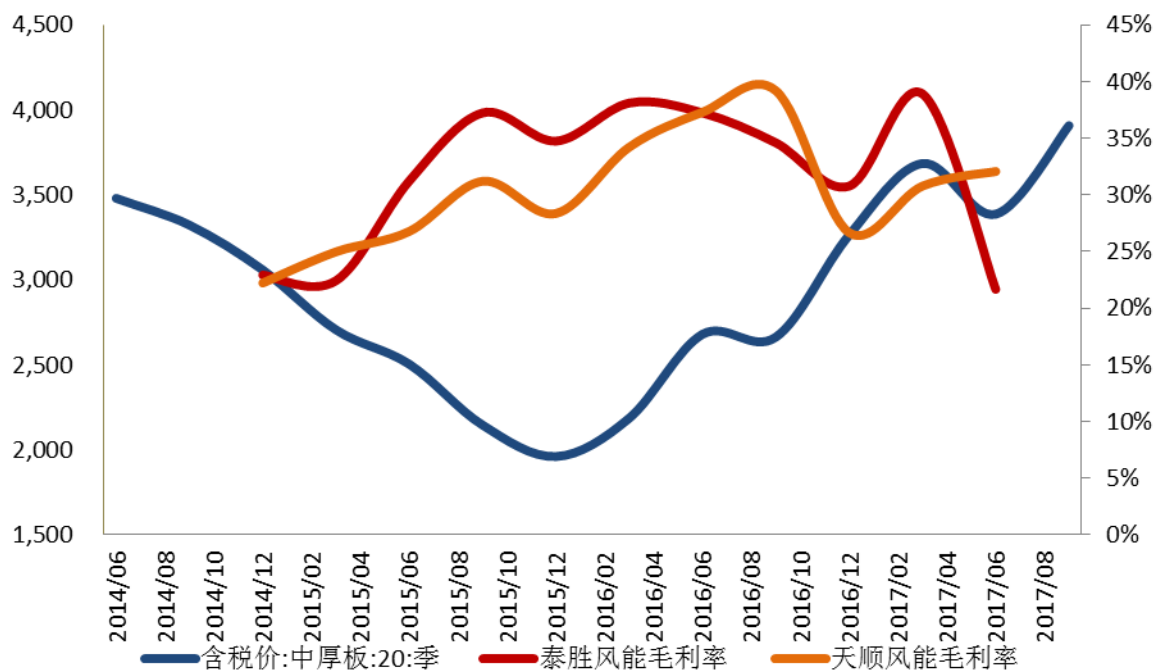
公司塔架的主要原材料是钢材等黑色金属产品，2017 年上半年以来钢材（中厚板材）等周期品价格大幅上升，虽然公司的销售模式是以销定产，但由于钢材（中厚板材）占公司产品成本的 60% 左右，且从订单到原材料采购这一个月期间原材料价格的大幅波动只能由公司消化，这直接使得上半年公司风塔产品毛利率出现显著下滑。

但我们观察到，国内钢材价格在经历过上半年的大幅上涨之后，未来大概率将进入到一种高位震荡的趋势，由于公司产品定价是以成本加成定价的方式进行的，因此只要原材料价格稳定，公司毛利率反而将会出现回升。这一点目前市场仍未给予充分的预期，我们认为这可能是公司未来业绩重现增长的重要因素。





图表 11：国内中厚板含税价格与两家主要风塔厂商毛利率对比

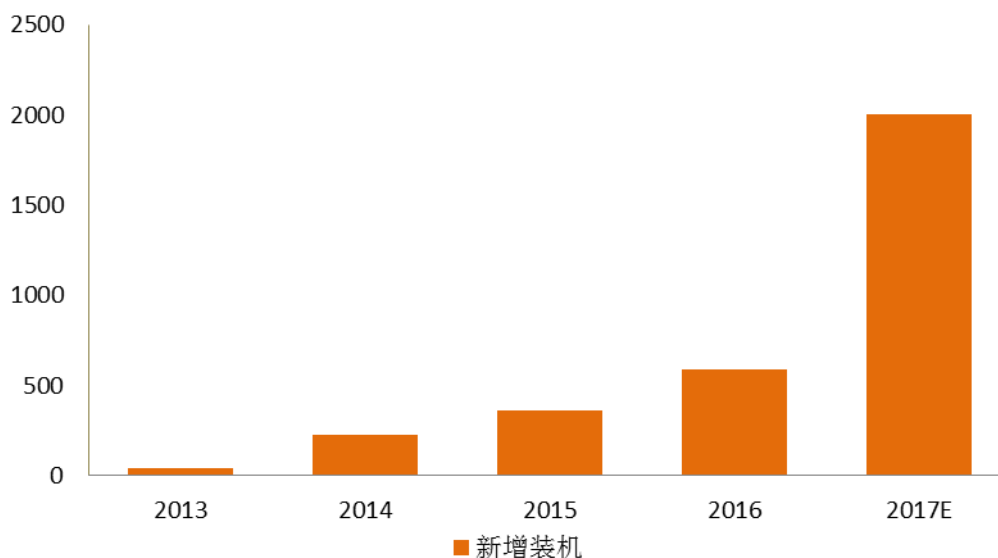


资料来源：中国钢铁工业协会，公司公告，华鑫证券研发部

## 2.4 海上风电大幅增长，公司依靠蓝岛海工具备先发优势

相比陆上风电，海上风电具有平均风速高、风速稳定、距离负荷中心近、对环境的负面影响较小等诸多优势。国家能源局在 2016 年 11 月发布的《风电发展“十三五”规划》中提出到 2020 年，全国海上风电开工建设规模达到 10GW，力争累计并网容量达到 5GW 以上。目前我国东南沿海地区海上风电已确定的规划总容量超过 56GW。

图表 12：我国海上风电新增装机情况（单位：MW）



资料来源：北极星电力网，华鑫证券研发部



2017 年上半年国内海上风电市场受益于标杆电价不调整以及江苏、福建地区项目建设速度加快的影响，整体海上风电装机规模快速上升。公司在海上风塔业务方面有着独特的竞争优势，依靠前期收购的子公司蓝岛海工相关技术团队，公司在大直径、超厚板、重吨位管桩、导管架及升压站等海上风电配套产品方面处于国内市场领先地位。2017 年上半年公司海上风电产品实现收入 1.47 亿元，同比增长 813.44%；海上风电产品新增订单 0.79 亿元，已完成 1.75 亿元，在手订单仍有 3.76 亿元。

### 3 联合丰年资本，走军民融合道路积极发展军工业务

在战略上，公司将军工业务定位为风电之外的第二主业来发展。2016 年 8 月 9 日公司公告以 2000 万元参与丰年君盛基金，该基金计划募集资金 5 亿元专注于军工领域股权投资。其后丰年资本分别于 9 月 28 日和 12 月 16 日共计从公司大股东处受让公司 3.91% 股权，平均成本 7.49 元/股并承诺锁定 3 年。公司与丰年资本在军工领域的深度合作就此展开。

2017 年 9 月 21 日，公司公告与丰年君盛控股的江苏昌力科技发展有限公司签署战略合作协议，计划对昌力科技进行投资。昌力科技主营高精密油缸系列产品，目前军品订单占总业务规模超过 95%。昌力科技 2016 年实现营收 5223 万元，净利润 1298 万元；2017 年上半年实现营收 8202 万元，净利润 2750 万元。

图表 13：昌力科技目前股东结构

| 股东                       | 认缴出资额（元） | 占比       |
|--------------------------|----------|----------|
| 宁波丰年君盛投资合伙企业（有限合伙）       | 6745275  | 30.3568% |
| 周建华                      | 535000   | 24.0774% |
| 宁波梅山保税港区丰年君悦投资合伙企业（有限合伙） | 4640631  | 20.8849% |
| 姚冬成                      | 2220000  | 9.9910%  |
| 宁波丰年鑫元投资合伙企业（有限合伙）       | 1147905  | 5.1661%  |
| 宁波丰年鑫恒投资合伙企业（有限合伙）       | 1058095  | 4.7619%  |
| 宁波丰年君元投资合伙企业（有限合伙）       | 1058095  | 4.7619%  |
| 合计                       | 22220000 | 100%     |

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

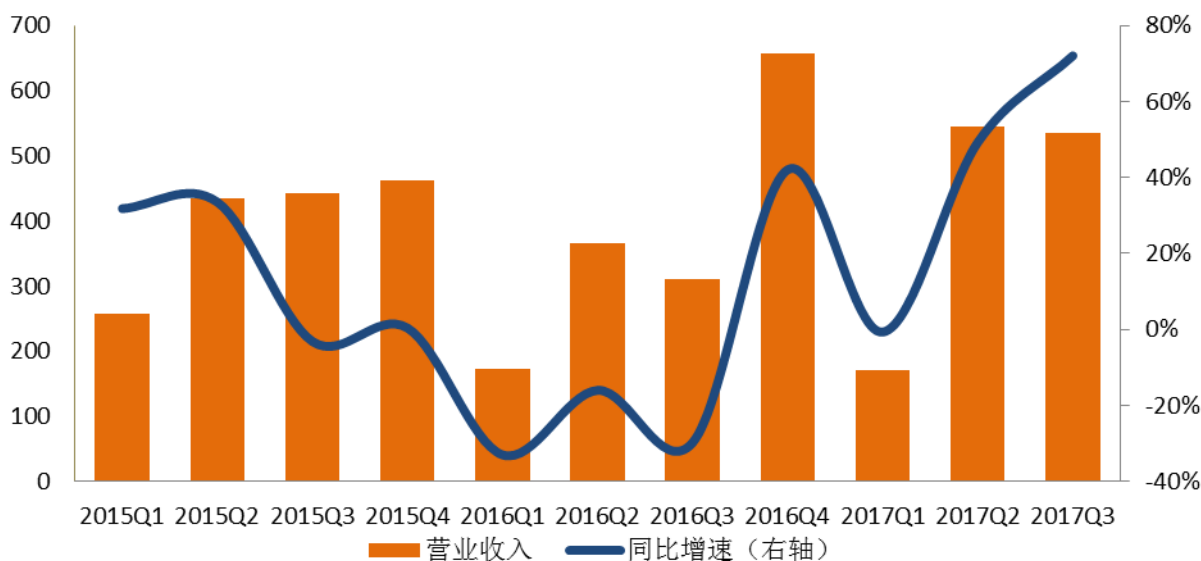
我们认为，公司在与丰年资本合作转型军工的步骤上，体现出了公司谨慎而积极务实的风格。本次投资昌力科技，为公司未来与丰年资本进一步深入合作打下了良好基础。



#### 4 三季报确认营收大幅增长趋势，静待业绩拐点

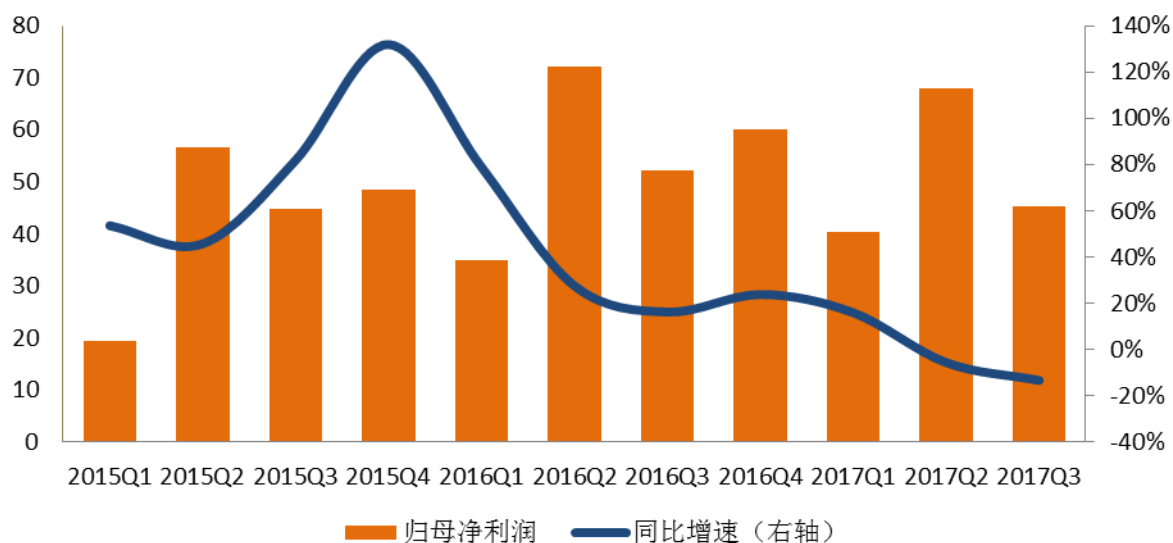
2017 年 10 月 26 日公司公告三季报，公司三季度单季度实现营收 5.35 亿元，同比大增 72.01%；三季度单季度实现归母净利润 4517 万元，同比下滑 13.37%。我们认为，公司三季度营收同比加速大幅增长，体现公司风塔业务逆势扩张的结果。公司公告称三季度营收大幅增长来源于海外业务营收与海上风电营收大增，与我们的预期一致。我们认为，随着公司毛利率逐渐恢复，投资者可耐心等待业绩拐点到来。

图表 14：泰胜风能单季度营收及同比增速变化情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 15：泰胜风能单季度归母净利润及同比增速变化情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



## 5 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

- (1) 公司现有陆地及海上风电订单 2017 年底完成交付结算。
- (2) 公司风塔毛利率第四季度开始企稳回升。
- (3) 公司陆地风电业务 2018、2019 年维持增速 20%，海上风电业务 2018、2019 年维持增速 30%。

公司目前股价基本处于丰年资本增持价格附近，拥有较好的安全边际。考虑到公司目前订单充足、海上风电大幅增长以及 4 季度毛利率有望企稳回升的背景，我们预计 2017、2018、2019 年公司 EPS 分别为 0.274、0.515、0.689 元，首次给予其“审慎推荐”的投资评级。

## 6 风险提示

- (1) 我国陆地风电新增装机出现大幅下滑；
- (2) 我国海上风电新增装机不及预期；
- (3) 公司海外订单不及预期；
- (4) 公司毛利率回升不及预期；
- (5) 公司军工业务外延不及预期等。



## 7 预测财务报表（单位：百万元）

| 利润表       | 2015A   | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 1596.98 | 1505.62 | 2258.44 | 2935.97 | 3816.76 |
| 减：营业成本    | 1077.72 | 993.96  | 1671.24 | 2055.18 | 2671.73 |
| 营业税金及附加   | 9.39    | 13.98   | 20.97   | 27.27   | 35.45   |
| 营业费用      | 78.10   | 61.48   | 92.22   | 119.89  | 155.86  |
| 管理费用      | 163.51  | 135.84  | 203.76  | 264.88  | 344.35  |
| 财务费用      | -4.47   | -0.80   | -6.99   | -14.21  | -22.44  |
| 资产减值损失    | 84.73   | 55.17   | 46.58   | 46.58   | 46.58   |
| 加：投资收益    | 9.26    | 8.31    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 公允价值变动损益  | -2.18   | 2.32    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他经营损益    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 营业利润      | 195.08  | 256.62  | 230.65  | 436.37  | 585.23  |
| 加：其他非经营损益 | 3.67    | 3.88    | 3.82    | 3.82    | 3.82    |
| 利润总额      | 198.75  | 260.50  | 234.47  | 440.19  | 589.05  |
| 减：所得税     | 29.48   | 41.43   | 35.17   | 66.03   | 88.36   |
| 净利润       | 169.26  | 219.07  | 199.30  | 374.16  | 500.69  |
| 减：少数股东损益  | -0.14   | -0.04   | -0.04   | -0.07   | -0.09   |
| 归母净利润     | 169.41  | 219.11  | 199.33  | 374.23  | 500.78  |

资料来源：WIND，华鑫证券研发部

| 现金流量表    | 2015A   | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|----------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 经营性现金净流量 | 57.79   | 189.90 | 290.20 | 419.69 | 425.85 |
| 投资性现金净流量 | -275.37 | -96.57 | 3.25   | 3.25   | 3.25   |
| 筹资性现金净流量 | 103.41  | -37.21 | -32.78 | -51.14 | -65.01 |
| 现金流量净额   | -114.53 | 55.66  | 260.68 | 371.80 | 364.08 |

资料来源：WIND，华鑫证券研发部

| 资产负债表     | 2015A   | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金      | 170.76  | 191.73  | 452.40  | 824.20  | 1188.28 |
| 应收和预付款项   | 938.17  | 969.29  | 1134.69 | 1216.29 | 1409.98 |
| 存货        | 576.77  | 443.06  | 500.00  | 550.00  | 600.00  |
| 其他流动资产    | 337.26  | 313.74  | 313.74  | 313.74  | 313.74  |
| 长期股权投资    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 投资性房地产    | 20.46   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 固定资产和在建工程 | 677.50  | 707.04  | 561.45  | 415.86  | 270.27  |
| 无形资产和开发支出 | 287.72  | 290.52  | 261.37  | 232.23  | 203.08  |
| 其他非流动资产   | 0.00    | 20.00   | 20.00   | 20.00   | 20.00   |
| 资产总计      | 3008.65 | 2935.37 | 3243.65 | 3572.32 | 4005.36 |
| 短期借款      | 5.00    | 5.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 应付和预收款项   | 1038.14 | 780.08  | 928.95  | 948.95  | 968.95  |
| 长期借款      | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他负债      | 2.32    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 负债合计      | 1045.46 | 785.08  | 928.95  | 948.95  | 968.95  |
| 股本        | 734.00  | 731.51  | 731.51  | 731.51  | 731.51  |
| 资本公积      | 698.47  | 700.96  | 700.96  | 700.96  | 700.96  |
| 留存收益      | 530.26  | 717.40  | 881.84  | 1190.57 | 1603.70 |
| 归属母公司股东权益 | 1962.73 | 2149.87 | 2314.32 | 2623.04 | 3036.17 |
| 少数股东权益    | 0.46    | 0.42    | 0.38    | 0.32    | 0.23    |
| 股东权益合计    | 1963.19 | 2150.29 | 2314.70 | 2623.36 | 3036.40 |
| 负债和股东权益合计 | 3008.65 | 2935.37 | 3243.65 | 3572.32 | 4005.36 |

资料来源：WIND，华鑫证券研发部



## 分析师简介

潘永乐：厦门大学金融硕士，八年证券研究经验，2017年9月加入华鑫证券研究发展部，主要研究和跟踪领域：电力设备新能源行业、非银金融行业。

## 华鑫证券有限公司投资评级说明

### 股票的投资评级说明:

|   | 投资建议 | 预期个股相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 推荐   | >15%              |
| 2 | 审慎推荐 | 5%—15%            |
| 3 | 中性   | (-) 5%— (+) 5%    |
| 4 | 减持   | (-) 15%— (-) 5%   |
| 5 | 回避   | < (-) 15%         |

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

### 行业的投资评级说明:

|   | 投资建议 | 预期行业相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数     |
| 2 | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平    |
| 3 | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数     |

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。





## 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

## 华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>