

金风科技 (002202)

证券研究报告

2021年03月29日

营收利润大幅增长，大兆瓦机型快速推进

营业收入大幅增长，利润增长势头迅猛

2020年度，公司在满足行业高增长需求的同时，加速业务与管理转型，实现营业收入562.65亿元，同比增长47.12%。风机及零部件销售板块表现突出，带动公司总体营收大幅增长，贡献营收共计466.59亿元，同比增长61.62%；占总营收的比例为82.93%，较2019年提升7.44个百分点。同时，风电服务板块稳中有升，贡献营收44.34亿元，同比增长23.93%，占总营收的7.88%。在利润方面，2020年公司利润水平大幅增长，实现毛利99.76亿元，同比增加37.18%；实现归母净利润29.64亿元，同比增长34.10%。

风电成主流能源趋势明朗，公司销售运营发电三管齐下

受陆上风电抢装需求刺激，2020年风机产销持续放量，风机产量为14,221.04MW，同比增加46.91%，销量为13,854.36MW，同比增加49.96%，新增装机容量全国第一、全球第二。该板块实现毛利率14.41%，同比提升1.91个百分点。2020年末，在手已签约订单中，风机大型化趋势明显，3MW以上机型占比为66.62%，较2019年提升了46.97个百分点；陆上平价大基地项目快速推进，3S/4S机组订单量同比增长113.61%，此外，受2021年海上风电抢装影响，大兆瓦机型快速推进6S/8S机组已签约在手订单达到2105.9MW，同比提升352.4%。

风电后运维市场前景广阔，截止2020年末，公司国内外运维服务业务在运项目容量14.12GW，同比增长28.5%，超过45,000台机组接入金风科技全球监控中心。

公司风电场运营能力持续成长，锁定资产全生命周期收益，2020年实现发电收入401,872.05万元；风电场投资收益为103,521.60万元，公司管理风电场资产规模623.9万千瓦，同比增长19%。风电场开发业务毛利率为67.54%，同比提升5.29个百分点。

盈利预测

原来我们预期2021-2022年营收分别为500.00、523.01亿元，归母净利润分别为34.71、36.01亿元。现在考虑到公司大兆瓦机型快速推进，致力于实现大基地、集中式、分散式、海上等不同场景的规模化发展态势，将2021-2022年营业收入上调至596.41、626.23亿元，分别同比增长6.00%、5.00%。归母净利润上调至34.72、36.17亿元，分别同比增长17.15%、4.19%。且新增2023年营业收入预测657.54亿元，同比增长5.00%；归母净利润37.18亿元，同比增长2.78%。对应EPS分别为0.82、0.86、0.88元，对应PE分别为17.97、17.25、16.78倍，我们给予“增持”评级。

风险提示：政策性风险；市场竞争风险；经济环境及汇率波动；新冠肺炎疫情持续影响的风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	38,244.55	56,265.11	59,641.01	62,623.06	65,754.22
增长率(%)	33.11	47.12	6.00	5.00	5.00
EBITDA(百万元)	6,130.37	8,273.90	6,247.51	6,252.00	6,274.63
净利润(百万元)	2,209.85	2,963.51	3,471.84	3,617.42	3,717.99
增长率(%)	(31.30)	34.10	17.15	4.19	2.78
EPS(元/股)	0.52	0.70	0.82	0.86	0.88
市盈率(P/E)	28.24	21.06	17.97	17.25	16.78
市净率(P/B)	2.03	1.83	1.84	1.69	1.55
市销率(P/S)	1.63	1.11	1.05	1.00	0.95
EV/EBITDA	7.64	6.63	10.13	7.60	8.83

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(维持评级)
当前价格	14.64元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	3,451.50
流通A股股本(百万股)	3,393.48
A股总市值(百万元)	50,529.89
流通A股市值(百万元)	49,680.60
每股净资产(元)	7.38
资产负债率(%)	67.96
一年内最高/最低(元)	17.91/9.35

作者

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

- 《金风科技-半年报点评:现金流大幅改善，风机毛利率有望持续向好》2020-09-02
- 《金风科技-季报点评:净利润大幅增长，毛利率回转可期》2020-05-02
- 《金风科技-首次覆盖报告:风电主机龙头地位凸显，抢装带来营收增长动力》2020-04-11

1. 营收大幅增长，利润增长符合预期

1.1. 营收大幅增长，风机及零部件销售业务发展迅猛

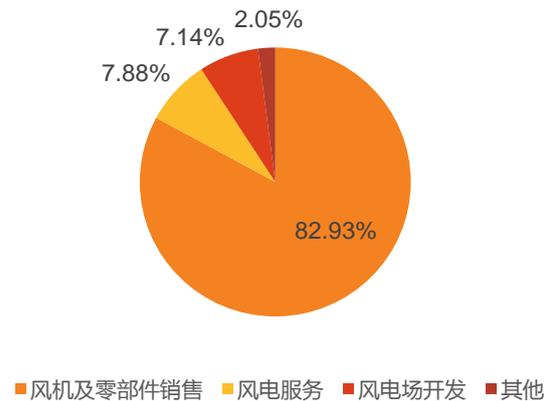
2020 年度，公司在满足行业高增长需求的同时，加速业务与管理转型，实现营业收入 562.65 亿元，同比增长 47.12%。风机及零部件销售板块表现突出，带动公司总体营收大幅增长。该板块贡献营收共计 466.59 亿元，同比增长 61.62%；占总营收的比例为 82.93%，较 2019 年增长 7.44 个百分点。同时，风电服务板块稳中有升，贡献营收 44.34 亿元，同比增长 23.93%，占总营收的 7.88%。风电场开发业务及其他业务营收较 2019 年略有下降，分别为 40.19 亿元及 11.54 亿元。

图 1：2015-2020 年营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：2020 年营业收入构成

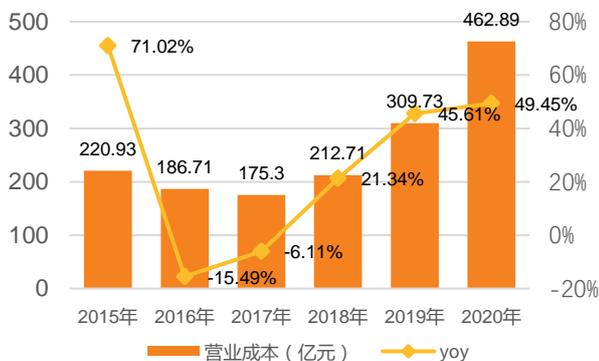


资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.2. 成本随之增加，风机及零部件销售占据较大比重

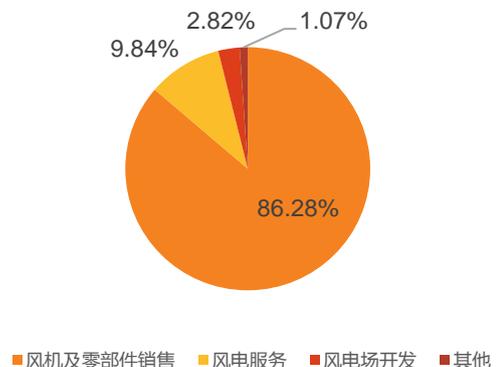
随着营业收入的增加，公司营业成本也逐步增长。2020 年公司营业成本 462.89 亿元，同比增长 49.45%。其中风机及零部件销售营业成本为 399.36 亿元，同比增加 58.10%，占总成本的 86.28%；风电服务营业成本为 45.55 亿元，同比增加 36.08%，占总成本的 9.84%。风电场开发业务及其他业务的成本均有所下降，分别为 13.04 亿元与 4.93 亿元，同比下降 19.03%与 34.58%。

图 3：2015-2020 年营业成本及同比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：2020 年业务模块成本占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.3. 利润符合预期，实现大幅增长

2020 年，面对疫情冲击，公司与全产业链企业联动，制定追产措施，确保实现经营计划，利润水平大幅增长，实现毛利 99.76 亿元，同比增加 37.18%。其中，风机及零部件销售、风电场开发板块表现亮眼，分别贡献毛利 67.22、27.14 亿元，占总毛利的 67.38%和 27.21%；归母净利润 29.64 亿元，同比增长 34.10%。2020 年，公司实现毛利率 17.73%。

图 5：2015-2020 年毛利和毛利率



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 6：2015-2020 年归母净利润及同比

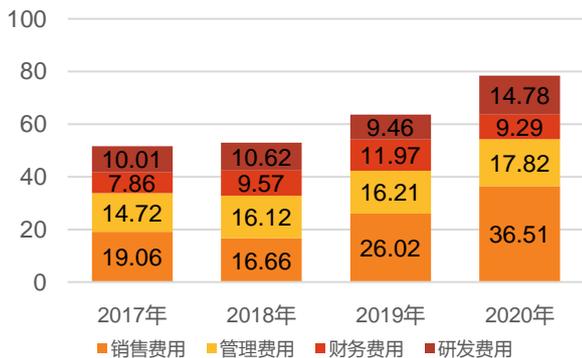


资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.4. 费率总体平稳下降，研发费用同比增加

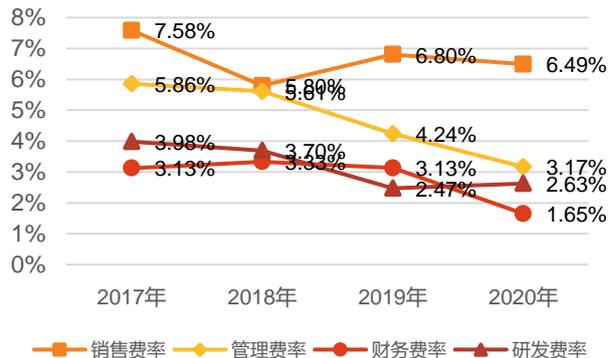
2020 年，公司总费用上升。销售费用、管理费用、财务费用、研发费用之和为 78.4 亿元，占营业收入的 13.93%。其中，销售费用为 36.51 亿元，同比增长 40.31%，主要由于本年度销售收入的增加，导致产品质量保证准备和运输费用增加所致。管理费用为 17.82 亿元，同比增长 9.89%。财务费用为 9.29 亿元，同比下降 22.39%。研发费用为 14.78 亿元，同比增长 56.22%，主要由于公司重视技术创新，在本年度进入调试测试阶段的新产品增加，以及数字化投入增加导致。2017 年至 2020 年，除销售费率外，其余费率呈逐步下降趋势。

图 5：2017-2020 年费用概况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：2017-2020 年费率概况（单位：%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 风电成主流能源趋势明朗，公司销售运营发电三管齐下

2.1. 明朗前景和广阔市场支持增长提速

全球 400 余家风能企业的代表在 2020 年 10 月的国际风能大会上以《风能北京宣言》方式，提出“十四五”中国风电年均新增装机 50GW 以上，2025 年后年均新增装机容量应不低于 60GW。随着风电进入规模化、快速发展的平价时代，风电度电成本竞争力的增加，其作为清洁燃料与清洁电力的重要来源，必将成为“十四五”期间和“碳中和”目标下中国能源发展的主力军，并步入新的大发展时期。

图 9：2014-2020 年国内风机并网量（单位：万千瓦）



资料来源：国家能源局、天风证券研究所

根据国家能源局的统计，2020 年全国风电新增并网装机 7,167 万千瓦，同比增长 179%，其中陆上风电新增 6,861 万千瓦、海上风电新增 306 万千瓦。截至 2020 年底，全国风电累计装机 2.81 亿千瓦，同比增长 34.6%，占电网发电装机容量的 12.8%，其中陆上风电累计装机 2.71 亿千瓦、海上风电累计装机 900 万千瓦。全年风电发电量 4,665 亿千瓦时，同比增长 15%；全国风电平均利用小时数达到 2,097 小时；全国平均弃风率为 3%，同比下降 1 个百分点。

2.2. 市场订单需求激增，风机产销持续放量

受陆上风电抢装需求刺激，2020 年风机产销持续放量，风机产量为 14,221.04MW，同比增加 46.91%，销量为 13,854.36MW，同比增加 49.96%。根据彭博新能源财经统计，2020 年公司国内新增装机容量达 12.33GW，国内市场份额 21%，连续十年排名全国第一；全球新增装机容量 13.06GW，全球市场份额 13.51%，全球排名第二。2020 年，风机及零部件销售板块实现毛利率 14.41%，提高了 1.91 个百分点。

表 1：产销量情况 (MW)

主要业务	项目	2019	2020
风机制造销售	生产量	9679.8	14,221.04
	销售量	9,238.83	13,854.36
	库存量	1,180.47	1,547.15

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 2：公司订单情况

	2019 年末			2020 年末		
	在手外部订单		内部订单 (MW)	在手外部订单		
	待执行订单 (MW)	中标未签订单 (MW)		待执行订单 (MW)	中标未签订单 (MW)	内部订单 (MW)
6S/8S	465.5	1205.3		2105.9	100.5	
3S/4S	2372.17	3462.21		5069.42	605.1	
2.5S	7402.7	910.8				
2S	3832.1	257.6		3568.8	2872.1	
1.5MW	372.3			27.15	49.5	
合计	14444.77	5835.91		10771.27	3627.2	
		20280.68	20280.68		15619.96	14,398.47

资料来源：公司公告、天风证券研究所

风电机组大型化是全行业公认的度电成本下降的核心路径。公司风机产品订单结构和销售结构符合趋势明确的大型化。2020 年末，在手已签约订单中，风机大型化趋势明显，3MW 以上机型占比为 66.62%，较 2019 年提升了 46.97 个百分点；陆上平价大基地项目快速推进，3S/4S 机组订单量同比增长 113.61%，此外，受 2021 年海上风电抢装影响，大兆瓦机型快速推进 6S/8S 机组已签约在手订单达到 2105.9MW，同比提升 352.4%。

表 3：公司产品具体销售情况

	2019 年		2020 年	
	销售台数	销售容量 (MW)	销售台数	销售容量 (MW)
6S/8S	39	253.3	73	481.65
3S/4S	220	701.02	388	1434.06
2S	3195	7085.9	4436	10714.3
1.5MW	74	130.8	200	301.65
合计	3528	8171.02	5097	12931.66

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.3. 风电服务运维市场前景广阔

风电装机的稳步增长，为风电后服务市场带来增长机遇。公司推出的覆盖风电机组全生命周期智慧运维服务解决方案，从提高运维效率、降低运维成本、实现投资收益最大化几个维度推动实现降本增效。截止 2020 年末，公司国内外运维服务业务在运项目容量 14.12GW，同比增长 28.5%，已有 45,015 台机组接入金风科技全球监控中心，为全球客户提供实时机组运行情况。报告期内，公司实现风电服务收入 443,370.33 万元，较上年同期增长 23.93%。

表 4：公司风电服务

	2018	2019	2020
在运项目 (MW)	6968	10992	14120
监控中心接入台数	20000	21000	45015
风电服务收入 (万元)	165246.4	357764.66	443370.33

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.4. 风电场运营能力持续成长，锁定资产全生命周期收益

风电场运营能力持续成长，从基础运维提升到聚焦资产全生命周期收益锁定与价值提升、从提升面向客户的负荷侧拉升电源侧资产的电力交易能力、从通过数字化系统驱动运营期风电场资产管理模式的创新转型等方面综合提升每个电场的综合收益，实现投资者稳定优

质的投资回报。2020 年，公司国内外自营风电场新增权益并网装机容量 1238MW，转让权益并网容量 437MW，截止报告期末全球累计权益并网装机容量 5487MW；国内外权益在建风电场容量 2818MW；国内已核准未开工资源权益容量为 2,301MW。2020 年公司风电项目实现发电收入 401,872.05 万元；风电场投资收益为 103,521.60 万元。公司管理风电场资产规模 623.9 万千瓦，同比增长 19%。风电场开发业务毛利率为 67.54%，较 2019 年提升了 5.29 个百分点。

表 5：2020 年风电场运营情况

	国内项目	国外项目
总装机容量（万千瓦）	523.97	24.76
新投产机组的装机容量（万千瓦）	105.81	17.95
核准项目的计划装机容量（万千瓦）	230.1	
在建项目的计划装机容量（万千瓦）	203.15	78.61
发电量（亿千瓦时）	77.24	7.6
上网电量或售电量（亿千瓦时）	74.88	7.5
平均上网电价或售电价（元/亿千瓦时，含税）	0.52	
发电厂平均用电率（%）	3.05%	2%
发电厂利用小时数（小时）	2,223	2,764

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 盈利预测

原来我们预期 2021-2022 年营收分别为 500.00、523.01 亿元，归母净利润分别为 34.71、36.01 亿元。现在考虑到公司大兆瓦机型快速推进，致力于实现大基地、集中式、分散式、海上等不同场景的规模化发展态势，将 2021-2022 年营业收入上调至 596.41、626.23 亿元，分别同比增长 6.00%、5.00%。归母净利润上调至 34.72、36.17 亿元，分别同比增长 17.15%、4.19%。且新增 2023 年营业收入预测 657.54 亿元，同比增长 5.00%；归母净利润 37.18 亿元，同比增长 2.78%。对应 EPS 分别为 0.82、0.86、0.88 元，对应 PE 分别为 17.97、17.25、16.78 倍，我们给予“增持”评级。

3.1. 政策性风险

风电产业的发展受国家政策、行业发展政策的影响，相关政策的调整将会对公司主要产品的生产和销售产生影响。

3.2. 市场竞争风险

随着行业集中度的提升、产品的提质增效、抢占优势资源及扩大市场份额的诉求也将进一步加剧企业之间的竞争。

3.3. 经济环境及汇率波动

现阶段国内外经济环境复杂多变，地缘政治风险上升，贸易保护主义抬头，新冠疫情引发全球经济衰退风险加大，都给国内外宏观经济带来诸多不确定因素，或将影响公司国际化战略及国际业务的拓展；公司经营的海外业务主要以美元、澳元或当地货币结算，或将存在因汇率变动而造成的汇率损失风险。

3.4. 新冠肺炎疫情持续影响的风险

2020 年新冠肺炎疫情在全球范围内爆发，对世界经济造成巨大冲击。虽然国内疫情基本得到控制并逐步好转，复工复产速度较快，但海外疫情扩散形势依然严峻。公司积极部署科学防控措施、采购防护物资、全力做好疫情防控。报告期内实现了本集团员工零感染、生产经营运行平稳、财务结构及资产状况良好，项目建设推进有序的阶段性成果。如未来全球疫情不能有效控制，国内疫情长期反复不断，或将对公司生产经营造成不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,247.51	8,273.88	4,771.28	5,009.84	5,260.34
应收票据及应收账款	15,562.57	20,815.51	32,397.73	13,959.98	34,715.62
预付账款	1,914.06	1,520.27	3,479.15	1,558.24	3,375.58
存货	8,123.84	5,717.60	13,021.21	5,906.68	14,595.80
其他	13,592.08	6,885.02	8,906.10	9,934.23	9,064.51
流动资产合计	46,440.06	43,212.27	62,575.47	36,368.98	67,011.84
长期股权投资	4,491.12	6,402.51	6,402.51	6,402.51	6,402.51
固定资产	19,396.99	20,521.62	24,460.92	26,208.59	26,628.27
在建工程	9,613.39	12,858.81	7,751.29	4,698.77	2,849.26
无形资产	4,030.14	4,756.57	4,517.32	4,278.08	4,038.83
其他	17,081.28	20,560.41	17,528.14	18,293.46	18,770.57
非流动资产合计	54,612.92	65,099.92	60,660.17	59,881.40	58,689.44
资产总计	103,057.08	109,138.18	124,520.48	97,622.03	126,862.10
短期借款	1,974.07	2,640.52	7,133.51	5,918.55	13,032.40
应付票据及应付账款	25,427.97	28,610.04	41,350.70	28,223.29	42,819.58
其他	22,166.85	16,594.28	20,908.98	18,608.26	21,096.67
流动负债合计	49,568.90	47,844.83	69,393.19	52,750.11	76,948.64
长期借款	15,046.35	18,038.41	13,703.04	0.00	1,514.18
应付债券	288.23	0.00	282.69	190.31	157.66
其他	5,929.35	8,281.65	6,312.99	6,841.33	7,145.32
非流动负债合计	21,263.94	26,320.06	20,298.72	7,031.64	8,817.17
负债合计	70,832.83	74,164.89	89,691.91	59,781.74	85,765.81
少数股东权益	1,549.13	805.04	823.61	841.71	855.48
股本	4,225.07	4,225.07	4,225.07	4,225.07	4,225.07
资本公积	12,084.39	12,115.07	12,115.07	12,115.07	12,115.07
留存收益	24,806.40	27,042.10	29,779.89	32,773.50	36,015.75
其他	(10,440.74)	(9,213.98)	(12,115.07)	(12,115.07)	(12,115.07)
股东权益合计	32,224.25	34,973.29	34,828.57	37,840.28	41,096.30
负债和股东权益总	103,057.08	109,138.18	124,520.48	97,622.03	126,862.10

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,229.75	2,965.48	3,471.84	3,617.42	3,717.99
折旧摊销	1,542.68	1,892.44	1,467.47	1,624.10	1,719.07
财务费用	1,410.70	899.55	877.12	536.27	351.35
投资损失	(1,339.54)	(1,685.22)	(1,457.03)	(1,457.03)	(1,457.03)
营运资金变动	2,702.66	1,702.55	(4,428.37)	10,447.10	(13,277.71)
其它	(617.47)	(397.36)	75.55	112.40	20.09
经营活动现金流	5,928.78	5,377.45	6.58	14,880.26	(8,926.25)
资本支出	4,883.86	6,376.86	2,028.65	(448.34)	(253.99)
长期投资	830.73	1,911.39	0.00	0.00	0.00
其他	(15,981.20)	(14,007.50)	(1,202.47)	1,550.56	1,859.84
投资活动现金流	(10,266.61)	(5,719.25)	826.19	1,102.22	1,605.85
债权融资	21,039.91	23,654.53	23,832.39	9,248.86	17,647.16
股权融资	3,657.37	435.24	(3,701.82)	(459.88)	(274.96)
其他	(18,566.21)	(22,619.88)	(24,465.94)	(24,532.90)	(9,801.31)
筹资活动现金流	6,131.06	1,469.88	(4,335.37)	(15,743.92)	7,570.89
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,793.24	1,128.08	(3,502.60)	238.56	250.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	38,244.55	56,265.11	59,641.01	62,623.06	65,754.22
营业成本	30,972.77	46,289.35	48,905.63	51,350.91	53,918.46
营业税金及附加	109.08	225.41	298.21	313.12	328.77
营业费用	2,602.42	3,651.45	3,697.74	3,757.38	3,945.25
管理费用	1,621.31	1,781.63	2,027.79	2,379.68	2,564.41
研发费用	946.15	1,478.10	1,640.13	1,734.66	1,768.79
财务费用	1,197.36	929.26	877.12	536.27	351.35
资产减值损失	(167.20)	(425.29)	(195.50)	10.44	136.00
公允价值变动收益	174.78	9.46	56.00	94.00	6.00
投资净收益	1,339.54	1,685.22	1,457.03	1,457.03	1,457.03
其他	(3,123.07)	(2,634.90)	(3,026.06)	(3,102.06)	(2,926.06)
营业利润	2,571.40	3,275.42	3,902.92	4,091.64	4,204.21
营业外收入	55.45	17.04	26.64	33.04	17.04
营业外支出	65.74	18.92	42.03	42.23	42.00
利润总额	2,561.11	3,273.54	3,887.53	4,082.45	4,179.25
所得税	331.35	308.06	396.14	446.62	447.18
净利润	2,229.75	2,965.48	3,491.39	3,635.83	3,732.07
少数股东损益	19.90	1.96	19.55	18.40	14.09
归属于母公司净利润	2,209.85	2,963.51	3,471.84	3,617.42	3,717.99
每股收益(元)	0.52	0.70	0.82	0.86	0.88

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	33.11%	47.12%	6.00%	5.00%	5.00%
营业利润	-30.85%	27.38%	19.16%	4.84%	2.75%
归属于母公司净利润	-31.30%	34.10%	17.15%	4.19%	2.78%
获利能力					
毛利率	19.01%	17.73%	18.00%	18.00%	18.00%
净利率	5.78%	5.27%	5.82%	5.78%	5.65%
ROE	7.20%	8.67%	10.21%	9.78%	9.24%
ROIC	11.98%	14.11%	14.89%	11.82%	18.39%
偿债能力					
资产负债率	68.73%	67.96%	72.03%	61.24%	67.61%
净负债率	42.80%	43.98%	54.73%	11.20%	30.14%
流动比率	0.98	0.92	0.92	0.72	0.89
速动比率	0.81	0.80	0.73	0.60	0.70
营运能力					
应收账款周转率	2.36	3.09	2.24	2.70	2.70
存货周转率	5.83	8.13	6.37	6.62	6.41
总资产周转率	0.41	0.53	0.51	0.56	0.59
每股指标(元)					
每股收益	0.52	0.70	0.82	0.86	0.88
每股经营现金流	1.40	1.27	0.00	3.52	-2.11
每股净资产	7.26	8.09	8.05	8.76	9.52
估值比率					
市盈率	28.24	21.06	17.97	17.25	16.78
市净率	2.03	1.83	1.84	1.69	1.55
EV/EBITDA	7.64	6.63	10.13	7.60	8.83
EV/EBIT	10.13	8.52	13.24	10.27	12.16

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com