

上海电气 (601727)

证券研究报告

2021年03月30日

风电营收持续增长，公司向新能源方向转型

营收持续增长，利润增长符合预期

2020年度公司实现营业收入1365.40亿元，同比增长7.81%。其中，能源板块贡献营收559.6亿元，同比增长21.80%，占总营收比例37.22%；集成服务实现营业收入522.32亿元，同比增长17.86%，占总营收的34.74%。受疫情影响，2020年公司毛利水平略有下滑，实现毛利225.91亿元，同比下降3.35%，毛利率16.55%，归母净利润37.58亿元，同比增长7.34%。能源板块、集成服务、工业装备业务贡献毛利分别为95.08、62.49、71.89亿元，分别占总毛利的42.09%、27.66%和31.82%。

三大板块产业格局前景明朗，公司业绩未来可期

2020年，公司实现新增订单1855.5亿元，较上年同期增长8.7%，其中能源装备占40.8%（风电占15.7%），工业装备占24.7%，集成服务占34.5%。2020年末，公司在手订单为2760.9亿元，较上年年末增长14.7%，其中，能源装备占48.2%（风电占12.9%），工业装备占4.4%，集成服务占47.5%。能源装备板块毛利率为17%，同比减少0.7个百分点，主要是因为燃煤发电设备市场竞争激烈，风电产品销售结构发生变化，其中风机生产量为5547GW，同比增加178%，销售量为5098GW，同比增加151%。工业装备板块毛利率为17%，同比减少0.8个百分点，主要是海外紧固件业务受疫情影响，毛利率下降，其中电梯产量为100018台，同比增长13.36%，销量为93700台，同比增长5.49%。集成服务板块毛利率为12%，同比下降4.9个百分点，主要系能源工程与服务毛利率结构变化。

大力发展新兴产业，推进新旧动能转换

2020年，公司稳步推进“星云智汇”工业互联网平台建设，接入设备新增26865台，对应资产价值247亿元，具备集团层面业务承载能力。“星云智汇”开始赋能外部企业，与重庆璧山区政府、河南许昌市政府合作共建工业互联网赋能中心，提供数字化转型服务。

盈利预测

原来我们预期2021-2022年营收分别为1791.49、2029.04亿元，归母净利润分别为44.86、50.23亿元。现在考虑到受煤电政策影响，煤电市场出货量不及预期，将2021-2022年营业收入下调至1578.78、1784.02亿元，分别同比增长15.00%、13.00%。将2021-2022年归母净利润下调至40.11、43.18亿元，分别同比增长6.72%、7.67%。同时，新增2023年营业收入预测2015.94亿元，同比增长13.00%；归母净利润预测45.25亿元，同比增长4.78%。对应EPS分别为0.26、0.27、0.29元，对应PE分别为21.73、20.19、19.27倍，我们给予“增持”评级。

风险提示：市场风险；海外业务风险；汇率波动风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	127,508.96	137,285.06	157,877.81	178,401.93	201,594.18
增长率(%)	26.05	7.67	15.00	13.00	13.00
EBITDA(百万元)	15,982.30	15,672.61	9,916.46	9,052.34	9,354.35
净利润(百万元)	3,501.04	3,758.18	4,010.58	4,318.01	4,524.57
增长率(%)	16.06	7.34	6.72	7.67	4.78
EPS(元/股)	0.22	0.24	0.26	0.27	0.29
市盈率(P/E)	24.90	23.19	21.73	20.19	19.27
市净率(P/B)	1.38	1.31	1.23	1.16	1.10
市销率(P/S)	0.68	0.63	0.55	0.49	0.43
EV/EBITDA	5.39	6.30	8.62	6.79	9.81

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	5.55元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	12,781.49
流通A股股本(百万股)	11,777.41
A股总市值(百万元)	70,937.26
流通A股市值(百万元)	65,364.62
每股净资产(元)	4.37
资产负债率(%)	66.12
一年内最高/最低(元)	6.23/4.34

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

- 《上海电气-季报点评:积极布局储能市场，盈利能力持续向好》2020-11-12
- 《上海电气-半年报点评:二季度业绩改善，订单大幅增加》2020-08-30
- 《上海电气-公司深度研究:系列深度3：电气国轩加快布局储能产业链，产品-项目-基地建设三头并进》2020-07-29

1. 营收持续增长，利润变动符合预期

1.1. 营收持续增长，能源、集成服务板块逐渐占据优势地位

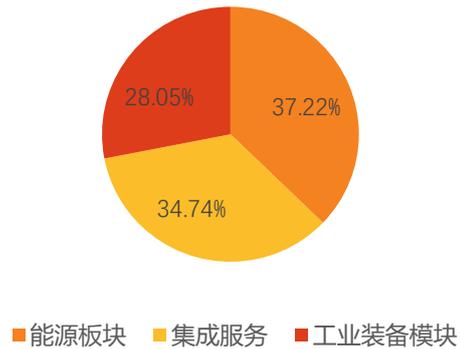
2020 年度公司实现营业收入 1365.40 亿元，同比增长 7.81%。其中，主要得益于风电业务增长较快，能源板块贡献营收 559.6 亿元，同比增长 21.80%，占总营收比例 37.22%；集成服务实现营业收入 522.32 亿元，同比增长 17.86%，占总营收的 34.74%，主要是能源工程与服务业务增长较快。而受疫情影响，工业基础件、智能制造设备等业务均有不同程度的减少，工程装备模块贡献营收 421.77 亿元，同比下降 9.12%，营收占 28.05%。

图 1：2016-2020 年营业收入（亿元）



资料来源：wind、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，原材料占据较大比重

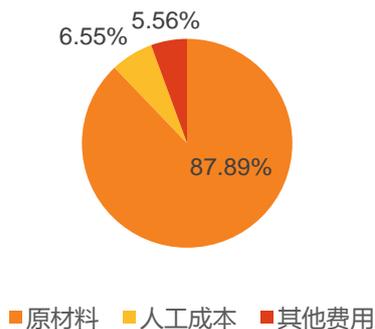
公司 2020 年营业成本为 1139.49 亿元，同比增长 10.34%。能源装备营业成本为 464.52 亿元，同比增加 22.85%，占总成本的 34.74%。其中原材料占比最高，为 87.89%，人工成本和其他费用分别占比 6.55%和 5.56%。工业装备营业成本为 349.88 亿元，同比减少 8.27%，占总成本的 26.16%，原材料、人工成本和其他费用分别占据 82.11%、8.22%和 9.67%。集成服务营业成本为 459.83 亿元，同比减少 24.87%，占总成本的 34.39%，原材料、人工成本和其他费用分别占据 69.46%、14.87%和 15.67%。

图 3：2016-2020 营业成本（亿元）



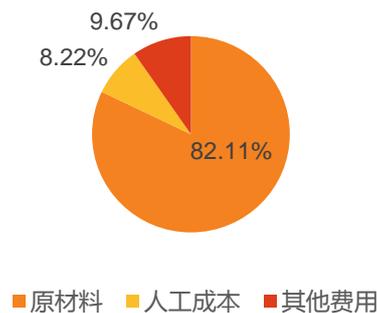
资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：2020 年能源装备成本构成



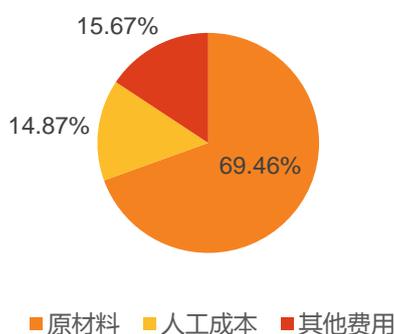
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：2020 年工业装备成本构成



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：2020 年集成服务成本构成



资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.3. 利润符合预期，实现平稳增长

2020 年主要受疫情影响，公司毛利水平略有下滑，实现毛利 225.91 亿元，同比下降 3.35%，毛利率 16.55%，归母净利润 37.58 亿元，同比增长 7.34%。能源板块、集成服务、工业装备业务贡献毛利分别为 95.08、62.49、71.89 亿元，分别占总毛利的 42.09%，27.66%和 31.82%。

图 7：2016-2020 毛利和毛利率



资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：2016-2020 归母净利润及同比



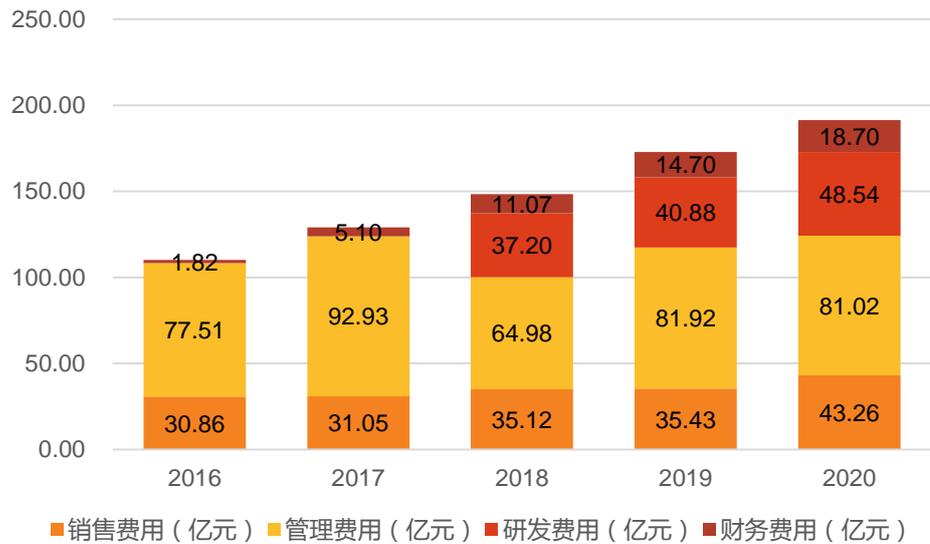
资料来源：wind、天风证券研究所

1.4. 四费总和逐年升高，研发费用同比增加

公司销售费用、管理费用、财务费用、研发费用和为 3.73 亿元，占营业收入的 10.12%，同比增加 10.75%。其中，销售费用为 43.26 亿元，同比增长 22.10%；管理费用为 81.02 亿元，同比下降 1.10%；财务费用为 18.70 亿元，同比上升 27.21%，主要系本年公司新业务的拓展，

融资规模增加。研发费用为 48.54 亿元，同比增长 18.74%，主要系公司科研投入持续加大。

图 9：2016-2020 费用情况

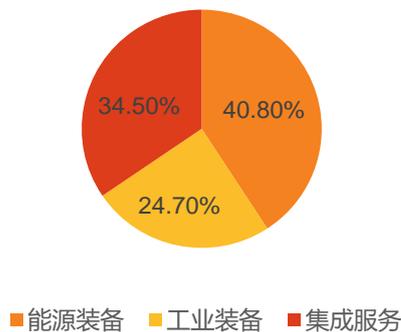


资料来源：wind、天风证券研究所

2. 三大板块产业格局前景明朗，公司业绩未来可期

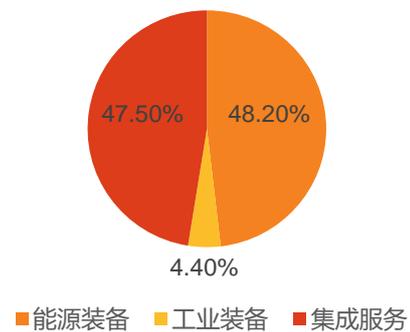
最近三年，公司在实现年均营业总收入增长 16.5%的同时，也注重夯实长期发展的基础，不断优化业务结构，在**新能源、先进制造和云化(工业互联网)**等新兴领域大力投入。2020 年，公司实现新增订单 1855.5 亿元，较上年同期增长 8.7%。公司新增订单中，能源装备占 40.8%，工业装备占 24.7%，集成服务占 34.5%。截至 2020 年末，公司在手订单为 2760.9 亿元，较上年年末增长 14.7%，其中能源装备、集成服务各占 48.2%、47.5%，工业装备占 4.4%。

图 10：2020 年公司新增订单构成



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 11：2020 年末公司在手订单构成



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.1. 能源装备：煤电市场业务调整，风电业务乘“风”破“浪”

2020 年，能源装备板块毛利率为 17%，比上年减少 0.7 个百分点，主要是因为燃煤发电设备市场竞争激烈，风电产品销售结构发生变化，使得风电和燃煤发电设备毛利率有所下降。

2020 年公司新增订单中，能源装备占 40.8%，其中风电占 15%，核电占 4%，储能占 1.6%，煤电占 7.5%。

海上风电具有离负荷中心比较近、不存在弃风问题的优势，在能源转型中具有重要的战略地位。海上风电近年来发展迅速，从 2013 年的 0.4GW 发展到如今的 9.9GW。2020 年海上风电新增装机创下历史新高，达到 3.06GW，累计装机量 9.9GW，同比增长 41.43%。2021 年海上风电市场新增装机将创新高，我们预计新增装机量为 4.5GW。

图 12：海上风电装机量情况及预期

单位：GW



资料来源：GWEC、CWEA、天风证券研究所

2020 年，公司风机生产量、销售量和库存量均增长。风机生产量为 5547GW，同比增加 178%，销售量为 5098GW，同比增加 151%。主要是因为 2019 年国家明确了陆上风电与海上风电补贴政策的结束期限，使得陆上风电 2020 年整体市场情况向好，2021 年海上风电市场新增装机将创新高。在目前市场环境下，公司同时通过技术进步、管理提升等进一步加强了竞争力，2020 年公司的风机的年产销量均创历史新高。

由于受国家煤电调控政策影响，煤电市场呈断崖式下跌。同时，公司也调整了对煤电市场业务的排产结构，从以往的火电主机为主转变为主机、燃机、中小机、服务、工厂自接等多元化格局。因此 2020 年公司的锅炉、汽轮机、发电机的产销量下降幅度较大。

表 1：产销量情况分析表

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减(%)	销售量比上年增减(%)	库存量比上年增减(%)
锅炉	兆瓦	7185	8060	2447	-36.05	-41.25	-30.48
汽轮机	兆瓦	14696	15069	4740	-28.79	-16.84	-7.29
汽轮发电机	兆瓦	17064	20832	4407	-14.94	-35.37	-46.09
风机	兆瓦	5547	5098	597.75	597.75	151	301

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 工业装备：板块毛利率略有下降，电梯行业仍平稳增长

2020 年，工业装备板块毛利率为 17%，比上年减少 0.8 个百分点，主要是海外紧固件业务受疫情影响，毛利率下降。2020 年公司新增订单中工业装备占 24.7%，其中电梯占 11.9%，期末订单中工业装备占 4.4%，其中电梯占 0.8%。

2020 年电梯生产量、销售量、库存量均有上升。电梯生产量为 100018 台，同比增长 13.36%，销售量为 93700 台，同比增长 5.49%。受房地产市场影响，在今后一段时间内电梯整机需求的增速将放缓，但随着新型城镇化战略的推进以及“老龄化”因素的持续影响，电梯行业仍将保持平稳增长的趋势。

表 2：电梯产销量情况分析

		2020 年	单位：台 同比增减 (%)
电梯	生产量	100018	13.36
	销售量	93700	5.49
	库存量	65605	24.66

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.3. 集成服务：板块毛利率有所下降，能源服务前景广阔

集成服务板块毛利率为 12%，较上年下降 4.9 个百分点，主要是能源工程与服务毛利率结构变化引起。2020 年，公司新增订单中集成服务占 34.5%，其中能源工程服务占 25.1%；公司期末在手订单中集成服务占 47.5%，其中能源工程服务占 41.3%。

公司的集成服务包括电站工程业务及为公司主业发展提供支持的金融服务，目前已经拥有英国、日本、澳大利亚、南非、墨西哥、巴拿马等 25 个海外分支机构，将继续积极推进海外网点建设，实现多区域销售和项目支持能力。公司的新能源业务已经具备一定规模，目前正在大力开拓分布式能源市场；同时，公司积极推进产融结合，加大项目投资和项目融资力度。

2.4. 科研投入持续加大，创新成果加速涌现

2020 年，公司以汕头智慧能源项目为契机，实现世界首次 5MW 以上级别风机“黑启动”（即在风机发电系统因故障全部停运的情况下，不依托外部电网送电，运用自有发电和储能系统启动风机，从而恢复发电系统的正常运行），形成了智慧能源解决方案的完整技术能力；成功研制大容量高速电驱系统，打破国际垄断；公司参与承建堆内构件的“华龙一号”全球首堆——福清核电 5 号机组首次并网成功，标志着中国打破了国外核电技术垄断，正式迈入核电技术先进国家行列。

2.5. 制造业电商开启新模式

集团制造业电子商务开启新模式，公司的智慧供应链服务形成智能采购平台、寻源竞价管理和采购电子商城等 1 个平台级产品、3 个系统级产品和 3 个解决方案级产品。线上竞价采购 9600 余次，决标金额 62 亿元。采购商城入驻供应商超过 40 家。电站服务电商实现备品备件和检修长协服务线上销售 1.45 亿元，同比增长 116%。工业紧固件电商线上成交订单 6 万个，实现线上销售 1.7 亿元。

3. 大力发展新兴产业，推进新旧动能转换

3.1. 智能化方案取得新突破

2020 年，公司的电气国轩南通锂电池智能工厂正式投运；“风光储充控”一体化的闵行工业园区智慧能源项目正式投运；青海格尔木电网侧储能项目正式投运。公司相继承接上海轨交五号线综合运维项目，实现车辆、通号、供电三专业融合维保的首台套业绩；承接菲律宾马卡蒂地铁机电集成总包项目，实现海外市场的首台套业绩；承接上海市杨浦区“一网统管”智慧城市项目。

3.2. 工业互联网平台建设迈入新阶段

2020 年，公司稳步推进“星云智汇”工业互联网平台建设，接入设备新增 26865 台，对应资产价值 247 亿元，已开发集成了设备联网、故障诊断、远程运维、能源规划等 15 个行业应用，具备集团层面业务承载能力。2020 年，“星云智汇”开始赋能外部企业，相继与重庆璧山区政府、河南许昌市政府签订合作协议，合作共建工业互联网赋能中心，提供数字化转型服务。

4. 盈利预测及风险提示

原来我们预期 2021-2022 年营收分别为 1791.49、2029.04 亿元，归母净利润分别为 44.86、

50.23 亿元。现在考虑到受煤电政策影响，煤电市场出货量不及预期，将 2021-2022 年营业收入下调至 1578.78、1784.02 亿元，分别同比增长 15.00%、13.00%。将 2021-2022 年归母净利润下调至 40.11、43.18 亿元，分别同比增长 6.72%、7.67%。同时，新增 2023 年营业收入预测 2015.94 亿元，同比增长 13.00%；归母净利润预测 45.25 亿元，同比增长 4.78%。对应 EPS 分别为 0.26、0.27、0.29 元，对应 PE 分别为 21.73、20.19、19.27 倍，我们给予“增持”评级。

4.1. 市场风险

装备制造受社会固定资产投资影响较大，与国民经济增长相关性较强。宏观经济的不断变化以及行业发展的周期性波动，均会对公司的持续性发展带来挑战。尽管目前新冠疫情在国内得到有效控制，但若新冠疫情在全球范围持续较长时间的蔓延趋势，预计将对公司下游行业需求造成一定程度的影响。

4.2. 海外业务风险

随着公司海外业务的不断开拓，新冠疫情在全球范围继续蔓延以及海外业务所在国政治经济格局变化引发的风险可能性在上升，公司与海外业主方、合作方可能发生的商业争端风险也可能增加。

4.3. 汇率波动风险

公司的电站设备、电站工程、输配电工程等业务均涉及出口业务且合同金额较大，此类合同通常以美元计价；公司生产过程中需要采购进口设备和零部件，合同也多以美元等主要外币计价。如果人民币与美元等主要外币的汇率波动幅度趋于扩大，公司的汇率风险可能会有所增加。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	21,460.94	24,243.83	19,530.78	44,433.02	16,127.53
应收票据及应收账款	35,558.84	41,276.48	45,323.08	38,596.14	56,232.58
预付账款	18,764.42	18,057.07	20,685.53	24,497.56	27,034.87
存货	27,004.50	29,986.06	49,101.63	31,629.98	67,405.02
其他	92,584.44	111,022.59	79,810.49	100,559.82	95,095.26
流动资产合计	195,373.14	224,586.02	214,451.51	239,716.51	261,895.27
长期股权投资	15,118.77	13,713.73	13,713.73	13,713.73	13,713.73
固定资产	16,715.64	17,537.97	20,362.94	21,561.33	21,770.79
在建工程	7,323.70	9,573.55	5,780.13	3,516.08	2,139.65
无形资产	8,034.87	9,102.96	8,510.09	7,917.22	7,324.35
其他	34,129.67	37,203.58	33,841.84	35,068.74	35,070.38
非流动资产合计	81,322.64	87,131.79	82,208.73	81,777.11	80,018.90
资产总计	280,523.59	315,402.73	300,561.66	325,298.34	345,711.19
短期借款	16,733.94	15,627.38	0.00	0.00	308.39
应付票据及应付账款	66,429.65	77,936.99	71,596.56	100,648.39	98,541.35
其他	80,897.55	89,927.98	102,328.81	92,416.37	108,546.62
流动负债合计	164,061.14	183,492.35	173,925.38	193,064.76	207,396.36
长期借款	11,268.42	15,408.45	0.00	0.00	0.00
应付债券	6,917.73	2,485.14	7,384.04	5,595.64	5,154.94
其他	6,687.13	7,167.44	5,592.82	6,482.47	6,414.24
非流动负债合计	24,873.28	25,061.04	12,976.86	12,078.10	11,569.18
负债合计	188,934.42	208,553.39	186,902.24	205,142.86	218,965.54
少数股东权益	28,243.32	40,448.51	42,762.02	45,088.19	47,360.73
股本	15,152.46	15,181.35	15,705.97	15,705.97	15,705.97
资本公积	19,975.92	19,338.14	19,338.14	19,338.14	19,338.14
留存收益	48,503.49	51,593.56	55,191.42	59,361.31	63,678.94
其他	(20,286.01)	(19,712.22)	(19,338.14)	(19,338.14)	(19,338.14)
股东权益合计	91,589.17	106,849.34	113,659.42	120,155.47	126,745.64
负债和股东权益总	280,523.59	315,402.73	300,561.66	325,298.34	345,711.19

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	5,812.61	5,266.00	4,010.58	4,318.01	4,524.57
折旧摊销	2,466.17	2,657.49	1,621.32	1,738.53	1,809.85
财务费用	1,645.07	1,346.33	715.91	(629.82)	(584.91)
投资损失	(1,299.41)	(1,973.28)	(1,037.13)	(1,037.13)	(1,037.13)
营运资金变动	(34,363.25)	(10,757.43)	15,689.44	16,972.96	(36,301.65)
其它	36,243.94	8,157.08	2,465.37	2,388.25	2,357.52
经营活动现金流	10,505.14	4,696.20	23,465.50	23,750.80	(29,231.75)
资本支出	7,486.74	5,785.17	1,634.62	(809.64)	118.22
长期投资	1,555.34	(1,405.04)	0.00	0.00	0.00
其他	(21,318.14)	(7,984.66)	(892.53)	1,787.41	816.56
投资活动现金流	(12,276.06)	(3,604.53)	742.09	977.77	934.78
债权融资	45,253.85	44,159.34	15,590.38	15,321.79	14,986.95
股权融资	2,343.66	(2,268.43)	457.59	904.61	859.70
其他	(35,314.31)	(39,423.37)	(44,968.62)	(16,052.72)	(15,855.18)
筹资活动现金流	12,283.21	2,467.54	(28,920.65)	173.68	(8.52)
汇率变动影响	8.88	(1.17)	2.57	3.43	1.61
现金净增加额	10,521.16	3,558.05	(4,710.48)	24,905.68	(28,303.88)

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	127,508.96	137,285.06	157,877.81	178,401.93	201,594.18
营业成本	103,272.80	113,949.31	131,041.70	148,077.12	167,327.15
营业税金及附加	520.67	547.76	631.51	784.97	887.01
营业费用	3,543.21	4,325.73	4,973.15	6,315.43	6,995.32
管理费用	8,191.75	8,102.48	8,667.49	9,544.50	11,067.52
研发费用	4,088.47	4,854.08	6,315.11	8,286.77	9,595.88
财务费用	1,470.16	1,870.35	715.91	(629.82)	(584.91)
资产减值损失	(1,176.46)	(1,117.71)	(976.50)	(857.47)	(751.14)
公允价值变动收益	24.62	15.25	30.09	22.65	33.33
投资净收益	438.66	1,676.49	1,039.70	1,040.55	1,038.74
其他	207.23	(3,001.72)	(2,139.58)	(2,126.41)	(2,144.14)
营业利润	6,927.86	6,063.04	7,579.23	7,943.63	8,129.41
营业外收入	205.49	362.07	248.82	272.12	294.34
营业外支出	41.58	78.66	62.89	61.04	67.53
利润总额	7,091.77	6,346.44	7,765.16	8,154.71	8,356.22
所得税	1,279.16	1,080.44	1,319.30	1,471.11	1,507.46
净利润	5,812.61	5,266.00	6,445.86	6,683.60	6,848.76
少数股东损益	2,311.57	1,507.83	2,435.28	2,365.59	2,324.19
归属于母公司净利润	3,501.04	3,758.18	4,010.58	4,318.01	4,524.57
每股收益(元)	0.22	0.24	0.26	0.27	0.29

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	26.05%	7.67%	15.00%	13.00%	13.00%
营业利润	14.60%	-12.48%	25.01%	4.81%	2.34%
归属于母公司净利润	16.06%	7.34%	6.72%	7.67%	4.78%
获利能力					
毛利率	19.01%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
净利率	2.75%	2.74%	2.54%	2.42%	2.24%
ROE	5.53%	5.66%	5.66%	5.75%	5.70%
ROIC	21.33%	8.88%	8.28%	8.66%	12.52%
偿债能力					
资产负债率	67.35%	66.12%	62.18%	63.06%	63.34%
净负债率	25.98%	18.64%	-3.47%	-24.23%	-0.90%
流动比率	1.21	1.24	1.25	1.26	1.28
速动比率	1.05	1.08	0.97	1.10	0.96
营运能力					
应收账款周转率	4.26	3.57	3.65	4.25	4.25
存货周转率	4.64	4.82	3.99	4.42	4.07
总资产周转率	0.51	0.46	0.51	0.57	0.60
每股指标(元)					
每股收益	0.22	0.24	0.26	0.27	0.29
每股经营现金流	0.67	0.30	1.49	1.51	-1.86
每股净资产	4.03	4.23	4.51	4.78	5.05
估值比率					
市盈率	24.90	23.19	21.73	20.19	19.27
市净率	1.38	1.31	1.23	1.16	1.10
EV/EBITDA	5.39	6.30	8.62	6.79	9.81
EV/EBIT	6.33	7.50	10.31	8.41	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 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