

# 铸件业务鹊起，多点发力打造风电零部件巨头

——广大特材（688186）首次覆盖

买入（首次）

2021年07月16日

## 报告关键要素：

广大特材成立于 2006 年，主营业务为高端装备特钢材料和新能源风电零部件。近年来，公司重点发力风电零部件领域，2021 年 20 万吨铸件产能逐步投产。今年公司成功混改东汽锻造板块，补齐铸钢业务，进一步完善产品体系。

## 投资要点：

**铸件产能大幅扩张，后发优势明显：**公司 2019 年开始布局如皋 20 万吨大型风电铸件产能，项目进展迅速，预计 2021 年将具备 20 万吨铸件毛坯和 18.5 万吨精加工产能，届时将跻身铸件第一梯队。此外，公司看准风机大型化趋势，聚焦大兆瓦风机铸件市场，形成差异化竞争。目前国内大兆瓦风机铸件产能较少，公司后发优势凸显，充分享受大风机铸件的溢价。结合公司多年在熔炼领域的积淀和强大的成本管控能力，公司盈利水平出众，2020 年铸件投产第一年就实现了 28.46% 的毛利率，逼近行业龙头水平。今年 20 万吨产能完全投产后，公司规模效应加强，在今年大宗商品价格大幅上涨的情况下，毛利率有望维持稳定。受限于产能，公司约 80% 铸件订单来自明阳智能，10% 来自东方电气。今年公司陆续进入远景和运达供应链，随着产能释放，公司未来客户范围将持续扩张。

**齿轮钢优势明显，齿轮箱零部件未来可期：**公司齿轮钢质量优异，目前在研的超纯净齿轮钢其纯净度将达到  $EVA \leq 150$ ，0.6mm 探伤合格率达到 100%。目前公司仅具备齿轮箱零部件的粗加工能力，未来凭借出众的材料优势，公司有望持续向下游零部件领域延伸，降低齿轮钢客户的生产成本，提升客户生产效率。齿轮箱零部件单位价值量高于铸件，我们认为结合自产材料优势，公司齿轮箱零部件未来可期。

**混改东汽铸锻产业，业绩新增长点：**公司今年成功与东汽合资成立广大东汽新材料公司，公司主要年度目标为提效降本，预计产能有望从 1 万吨提升至 3 万吨，毛利率有望达到 20%。公司与东方电气集团签订 5 年全面合作协议，东方汽轮机公司将首先采购合资公司生产的汽轮机叶片，公司订单无忧。此外，与东方电气的业务合作有望助力公司实现军工业务的突破，在高温合金、高强钢和特种不锈钢方面形成大规模的出货。

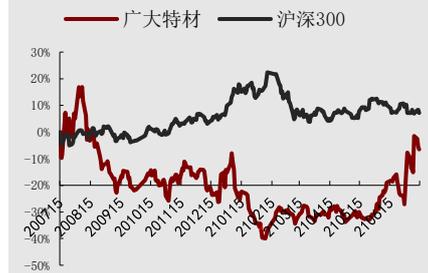
**盈利预测与投资建议：**随着公司铸件产能完全投产以及广大东汽带来的增量，公司未来业绩有望保持较高增速。预计 2021-2023 年营业收入分别为 39.09/61.12/81.47 亿元，归母净利润分别为 3.64/6.39/8.30 亿元，EPS 分别为 2.21/3.87/5.04 元/股。首次覆盖给予买入评级，根据风电零部件企业估值，按 22 年 20 倍 PE，给予 6 个月目标价 77.4 元/股。

**风险因素：**风电行业政策不及预期；全球风电装机不及预期；公司产能释放不及预期；公司产品竞争恶化导致盈利水平下降。

## 基础数据

总股本（百万股）	164.80
流通 A 股（百万股）	164.80
收盘价（元）	39.99
总市值（亿元）	65.90
流通 A 股市值（亿元）	65.90

## 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

### 分析师：

江维

执业证书编号：

S0270520090001

电话：

01056508507

邮箱：

jiangwei@wlzq.com

### 研究助理：

郝占一

电话：

01056508507

邮箱：

haozy@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1810.34	3909.25	6112.34	8146.97
增长比率(%)	14	116	56	33
净利润(百万元)	173.16	363.51	638.57	829.96
增长比率(%)	22	110	76	30
每股收益(元)	1.05	2.21	3.87	5.04
市盈率(倍)	38.42	18.30	10.42	8.02
市净率(倍)	3.81	1.28	0.83	0.58

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

## 投资核心观点

### ● 公司整体判断

广大特材成立于2006年，公司是具备熔炼、成型、热处理、精加工等全工艺流程生产能力的特钢企业，主要从事高端装备特钢材料和新能源风电零部件的研发、生产、销售，现有主要产品包括齿轮钢、模具钢及新能源风电零部件等。通过高度聚焦下游重点应用领域，包括新能源风电、轨道交通、机械装备、军工装备、航空航天、核能电力、海洋石化等，公司形成了差异化竞争模式，在各细分领域均取得了较强的竞争优势。

### ● 差异化观点

1、**从行业层面来看，目前市场对风电存在一定低估。**市场普遍认为补贴退出后，风电景气度下行，此外今年大宗商品价格大幅上涨，侵蚀下游制造业利润，市场对风电板块盈利情况较为悲观。

我们认为，今年上半年，从招标量来看，行业维持高景气，上半年招标量接近30GW，创出历史新高。从盈利水平来看，无论是整机商还是零部件企业其盈利能力并未受到影响。整机商方面，明阳智能上半年扣非归母净利润8.65-9.65亿元，同比+66%-85%；电气风电上半年扣非归母净利润2.8-3.3亿元，同比+405%-496%。零部件厂商方面，金雷股份上半年扣非归母净利润2.43-2.63亿元，同比+42%-54%；泰胜风能上半年归母净利润1.50-1.84亿元，同比+30%-60%；新强联上半年归母净利润1.62-1.91亿元，同比+61%-90%。**风电行业无论从景气程度还是盈利水平均处于上行区间，行业估值有望迎来重塑。**

2、**从细分领域来看，风机零部件板块存在差异化机会。**市场认为，由于下游风电整机商的降本压力较大，同时上游原材料价格出现一定程度上涨，零部件厂商的利润空间将被压缩。

我们认为，市场对大兆瓦机型的溢价没有足够的认识，目前来看大兆瓦风机需求旺盛，大兆瓦不仅在整机端有较强的溢价，在零部件端也存在15%左右的溢价。由于风机零部件产能中，能够生产4MW或者更大机型的产能较少，**大兆瓦零部件的产能偏紧，因此大兆瓦零部件溢价将在较长时间内持续。**

3、**从公司层面来看，市场对公司转型认识不够。**市场上普遍将公司看作是“传统”特钢企业，认为公司成长性一般，因此估值较低。

我们认为，公司目前已经成为高端特钢与高端风电零部件双轮驱动的高成长公司。**从中短期来看，**随着公司今年风电铸件20万吨产能完全释放，2021年和2022年铸件销量有望达到10万吨和19万吨，风电铸件收入有望大幅增加。**作为业内少有的同时生产锻铸件及齿轮箱零部件的企业，公司稀缺性将在未来全面体现。**

**从中长期来看，**公司在特钢领域积淀深厚，高温合金等高端领域技术过硬，但由于高端特钢领域客户较为集中且壁垒较高，目前在终端客户开拓方面尚处于初期。**未来随着与东方电气集团合作的不断加深，公司有望打通下游客户，高端特钢放量可期。**

● **估值和评级**

预计公司2021-2023年营业收入分别为39.09/61.12/81.47亿元，归母净利润分别为3.64/6.39/8.30亿元，EPS分别为2.21/3.87/5.04元/股。首次覆盖给予买入评级，根据风电零部件企业估值，按22年20倍PE，给予6个月目标价77.4元/股。

● **股价触发因素**

公司下游产业多元，其中风电占据较大营收份额。风电产业景气度将影响公司股价，同时公司未来铸件产能的释放、在风电零部件领域的持续扩张以及与东汽合资公司生产运营效率提升的情况都将对股价产生重要影响。

● **风险提示**

风电行业政策不及预期；全球风电装机不及预期；公司产能释放不及预期；公司产品竞争恶化导致盈利水平下降。

## 正文目录

<b>1 特钢龙头发力风电领域，铸件业务助力公司腾飞</b> .....	<b>6</b>
1.1 业务多领域拓展，构筑坚实护城河.....	6
1.2 铸件业务贡献增量，业绩持续提升.....	7
1.3 股权结构明晰，实控人稳定.....	10
<b>2 风电进入高速期，大风机促进产业发展</b> .....	<b>11</b>
2.1 国内抢装后景气依旧，碳中和催生未来需求.....	11
2.2 全球风电稳定增长，国内整机商发展迅猛.....	13
2.3 风机大型化趋势持续，大风机零部件壁垒提高.....	14
<b>3 公司风电业务多点开花，铸件和齿轮箱零部件开始发力</b> .....	<b>16</b>
3.1 跻身国内风机铸件第一梯队，大兆瓦铸件产能国内领先.....	16
3.2 齿轮钢业务向下游延伸，齿轮箱零部件未来可期.....	20
3.3 成功混改东汽锻铸事业部，提效增产盈利全面提升.....	22
<b>4 盈利预测</b> .....	<b>23</b>
4.1 关键假设.....	23
4.1.1 风电板块.....	23
4.1.2 广大东汽.....	23
4.2 盈利预测.....	25
<b>5 风险提示</b> .....	<b>25</b>
图表 1: 公司主要业务和下游应用.....	6
图表 2: 公司历史沿革.....	7
图表 3: 公司主要客户.....	7
图表 4: 2016-2021Q1 公司营业收入 (亿元).....	8
图表 5: 2016-2021Q1 公司归母净利润 (亿元).....	8
图表 6: 2016-2020 年公司各业务收入占比.....	8
图表 7: 2016-2021Q1 公司毛利率和净利率 (%).....	9
图表 8: 2016-2020 年公司 ROE 水平 (%).....	9
图表 9: 2016-2021Q1 公司期间费用率 (%).....	9
图表 10: 2016-2021Q1 公司各费用率变动.....	9
图表 11: 2016-2020 年公司研发投入 (亿元).....	10
图表 12: 2018-2020 年公司研发人员数量 (人).....	10
图表 13: 2016-2021Q1 公司资产负债率、流动比率、速动比率.....	10
图表 14: 2020Q1 公司股权结构.....	11
图表 15: 2017-2021 年 5 月国内风电月度装机量 (MW).....	12
图表 16: 2017 年至今风电季度招标量 (GW).....	12
图表 17: 我国海上风资源情况.....	13
图表 18: 2020-2025E 全球风电装机量 (GW).....	14
图表 19: 2020 年全球风机供应商 TOP 10 装机量 (GW).....	14
图表 20: 近三年欧洲主要国家陆上风机平均容量 (MW).....	15
图表 21: 2017-2020 年欧洲风机平均容量变化 (MW).....	15
图表 22: 近三年国内主机商 3MW 以上风机销售占比.....	15
图表 23: 2021 年部分省份风电竞争性配置评分细则中对单机容量的要求.....	16
图表 24: 2018 年 9 月-2021 年 3 月国内风机月度价格 (元/kW).....	16
图表 25: 国内主要铸件企业产能情况 (万吨).....	17

图表 26: 不同风机容量的铸件产品重量 .....	17
图表 27: 上海电气近三年风机各零部件采购金额占比 .....	18
图表 28: 2021 年底预计国内主要铸件企业 4MW 以上风机铸件产能 (万吨) .....	18
图表 29: 2017-2020 年日月股份铸件销售价格 (万元/吨) .....	19
图表 30: 国内主要铸件企业铸件业务毛利率 .....	19
图表 31: 公司与明阳智能签订合同内容 .....	20
图表 32: 不同类型齿轮钢产品要求 .....	20
图表 33: 公司齿轮钢技术水平与国标和主要风电齿轮箱制造商要求对比 .....	20
图表 34: 公司与江苏金源、江阴方圆及南高齿之间业务关系 .....	21
图表 35: 2016-2020 年南高齿毛利率变化 .....	21
图表 36: 行星齿轮结构 .....	22
图表 37: 燃气轮机示意图 .....	22
图表 38: 燃气轮机用高中压内、外缸、阀门 .....	22
图表 39: 公司各业务拆分 .....	23

# 1 特钢龙头发力风电领域，铸件业务助力公司腾飞

## 1.1 业务多领域拓展，构筑坚实护城河

聚焦“小众、中高端”市场，与大型特殊钢企业形成差异化竞争。广大特材成立于2006年，公司是具备熔炼、成型、热处理、精加工等全工艺流程生产能力的特钢企业，主要从事高端装备特钢材料和新能源风电零部件的研发、生产、销售，现有主要产品包括齿轮钢、模具钢及新能源风电零部件等。通过高度聚焦下游重点应用领域，包括新能源风电、轨道交通、机械装备、军工装备、航空航天、核能电力、海洋石化等，公司形成了差异化竞争模式，在各细分领域均取得了较强的竞争优势。

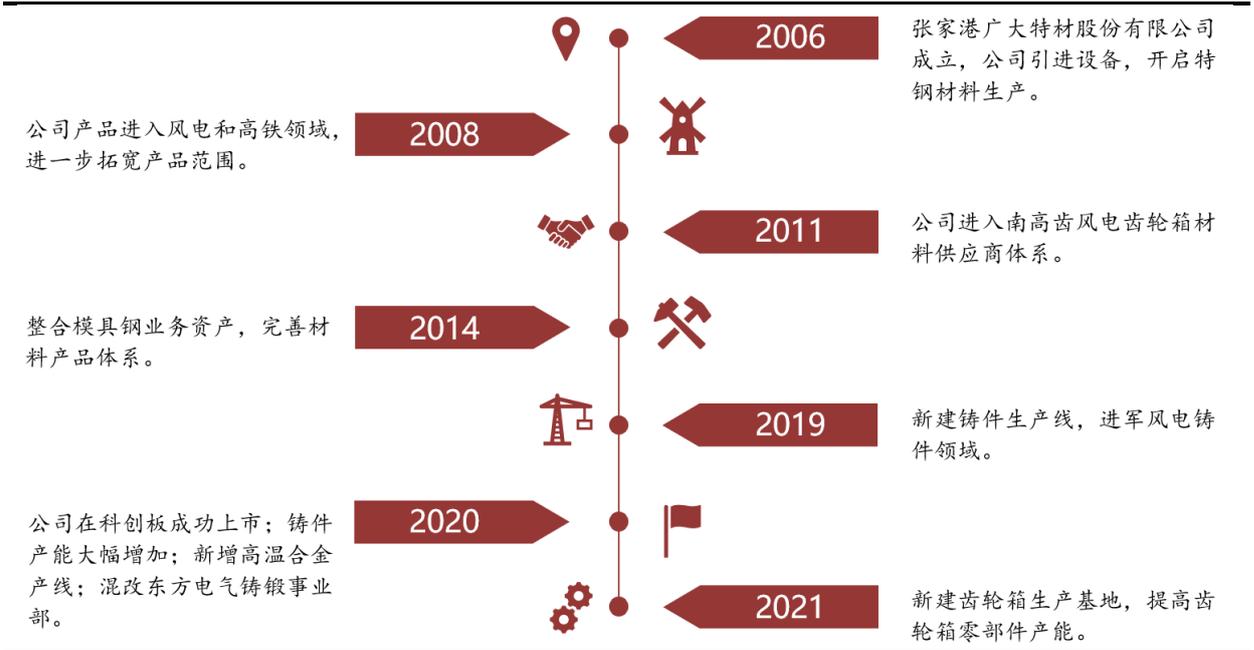
图表1:公司主要业务和下游应用



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

**加速布局迅速成长，持续拓宽业务范围。**自成立来，公司高速发展，从熔炼延伸至成型和后段加工、从风电和高铁扩张至航空、军工等领域。公司近年来重点发力下游风电领域，从最初的主轴和齿轮箱材料开始，到2019年新建铸件产线，公司产品范围大幅扩大，业绩护城河持续拓宽。截至20年底，公司已经形成30万吨熔炼产能、10万吨风电铸件产能，2000吨高温合金产能，预计21年底铸件毛坯产能达到20万吨，精加工产能达到18.5万吨。公司2021年成功混改东方电气集团东方汽轮机有限公司铸锻事业部，补全铸钢产能，进一步丰富公司布局。

图表2:公司历史沿革



资料来源：公司公告，万联证券研究所

**产品质量过硬，瞄准各行业龙头客户。** 凭借先进的技术工艺和优异的产品性能，公司产品获得了终端客户的广泛认可。在风电装备领域，公司不仅为包括南高齿在内的全球前三大风电齿轮箱制造商提供齿轮钢材料以及部分齿轮箱零部件，还为明阳智能、东方电气提供风机各类锻铸造件，今年公司已成功成为远景和运达的合格供应商。在轨道交通领域，公司研发的时速300-350km高铁锻钢制动盘材料于2018年10月获中国中车认证并成为国内唯一供应商，实现国产替代，同时公司也是中国中车主要齿轮钢供应商之一。此外，公司积极开拓海外客户，产品应用于蒂森克虏伯等国际企业。公司目前已在欧洲注册商标，进一步强化品牌影响力，加快海外布局。

图表3:公司主要客户

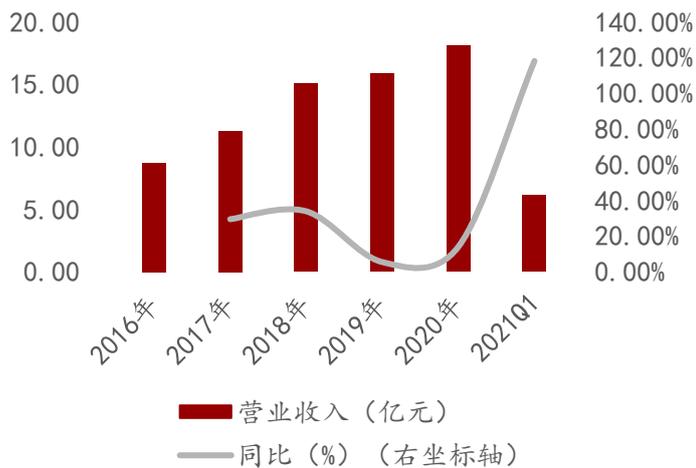


资料来源：公司公告，万联证券研究所

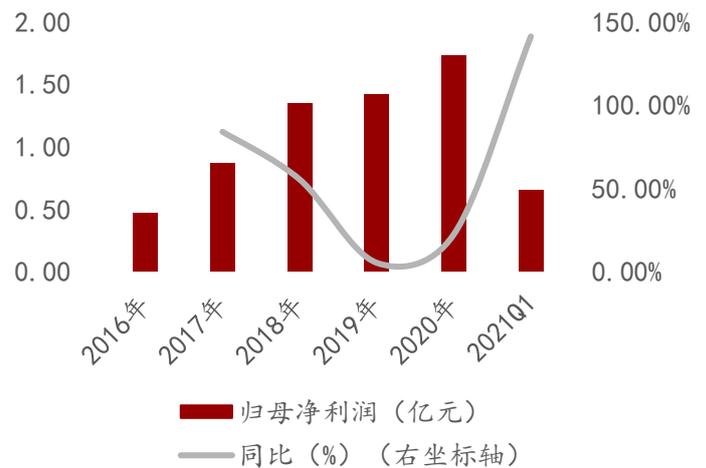
## 1.2 铸件业务贡献增量，业绩持续提升

**铸件业务放量，业绩增速可期。**公司从2019年下半年开始布局风电铸件业务，2020年铸件产能逐步释放，到20年底已经形成了10万吨铸件毛坯和3.5万吨精加工产能。在铸件业务带动下，2020年公司业绩持续增长，实现营业收入18.1亿元，同比增长13.98%；归母净利润1.73亿元，同比增长22.37%。今年一季度，随着10万吨毛坯产能的完全释放，公司实现营业收入6.08亿元，同比增长118.02%；归母净利润0.65亿元，同比增长141.22%。尽管今年上半年大宗商品价格大幅上涨带动公司生铁、废钢等原材料采购成本大幅增加，但公司凭借强大的成本控制能力仍可维持较好的利润率。公司近期披露21年上半年预计实现归母净利润1.45-1.5亿元，Q2单季0.8-0.85亿元，环比Q1增长23%-31%。我们认为下半年公司铸件毛坯产能将达到20万吨，叠加大宗商品价格回落，公司业绩仍有较大上升空间，全年业绩高增可期。

图表4:2016-2021Q1公司营业收入(亿元)



图表5:2016-2021Q1公司归母净利润(亿元)

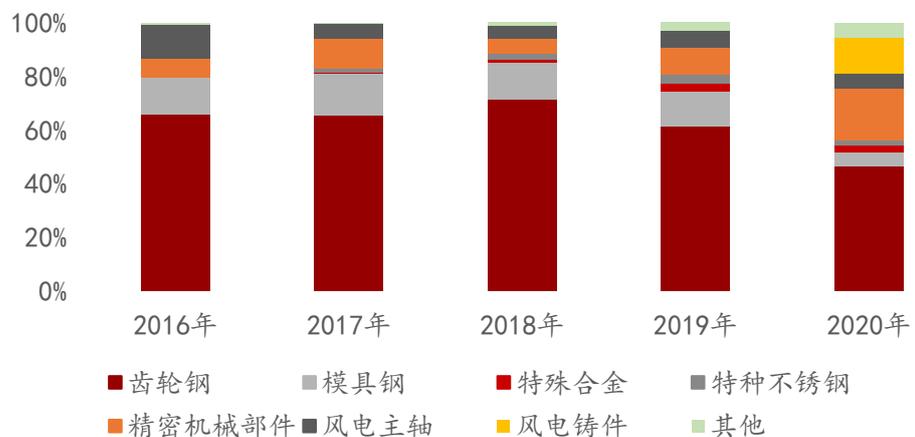


资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

**特钢材料和零部件双轮驱动，零部件板块突飞猛进。**公司从2019年开始的业务调整是近两年公司业绩高增的主要原因，从19年开始，公司业务中心逐步从上游钢材冶炼向下游各产业零部件延伸。2020年，公司零部件收入占比接近50%，预计今年将超过特钢材料成为公司第一大收入来源。从零部件细分领域来看，公司90%以上零部件收入来源于新能源风电行业，包括风电铸件、主轴以及部分齿轮箱零部件等。

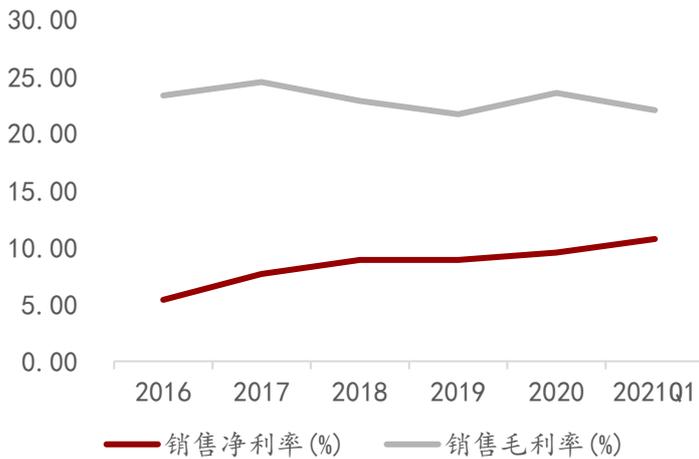
图表6:2016-2020年公司各业务收入占比



资料来源: wind, 万联证券研究所

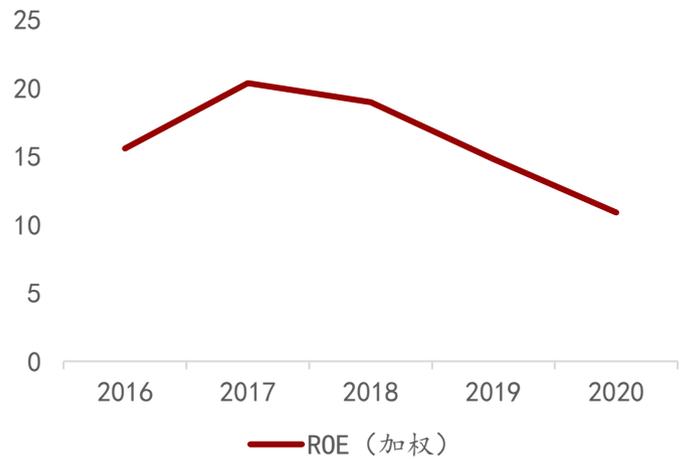
毛利率保持稳定，降本增效提升利润率。公司成本和费用管控能力出众，近年来毛利率始终稳定在20%以上。在控制成本的基础上，公司持续开源节流，净利率稳步提升，2020年净利率达到9.56%，同比增长0.66pct。21年Q1在毛利率小幅下滑的情况下，净利率实现逆势增长，突破10%，达到10.75%。在强大盈利能力的加持下，公司ROE维持高位，尽管19年、20年公司融资后净资产大幅增加，但ROE仍保持在10%以上。

图表7:2016-2021Q1 公司毛利率和净利率 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

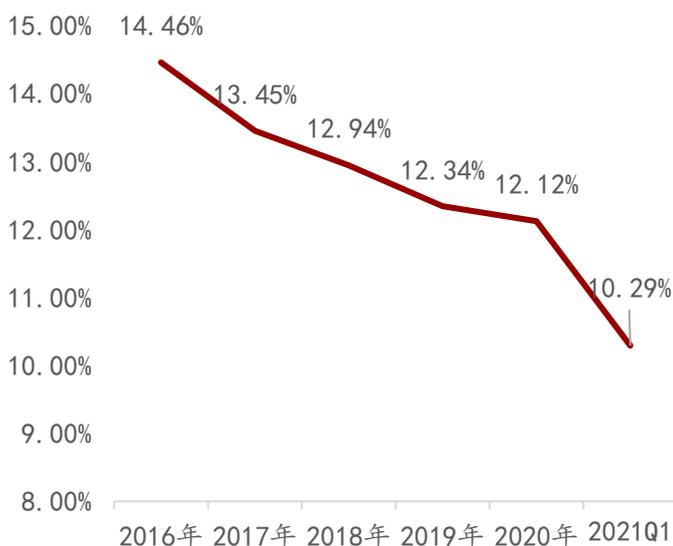
图表8:2016-2020 年公司 ROE 水平 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

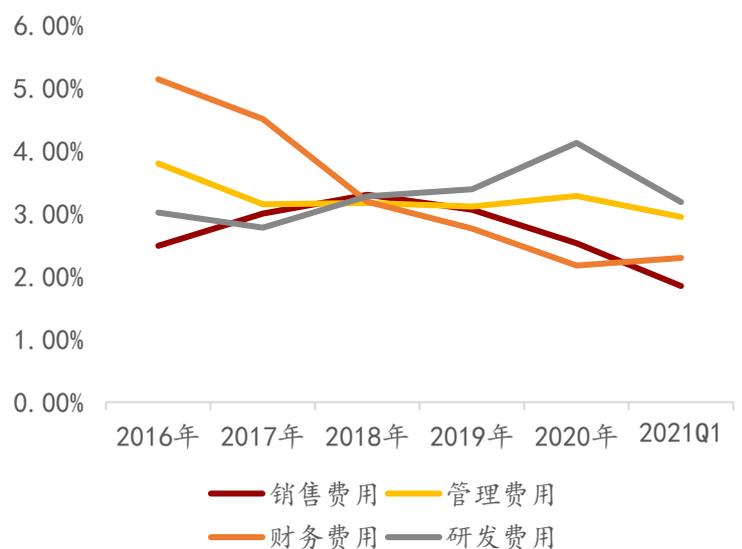
控费效果明显，费用率持续降低。公司注重费用管控，在规模效应和费用控制的双重效果下，公司近年来费用率持续降低，2021年Q1期间费用率仅为10.29%，较20年全年下降1.83pct。

图表9:2016-2021Q1 公司期间费用率 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表10:2016-2021Q1 公司各费用率变动



资料来源: wind, 万联证券研究所

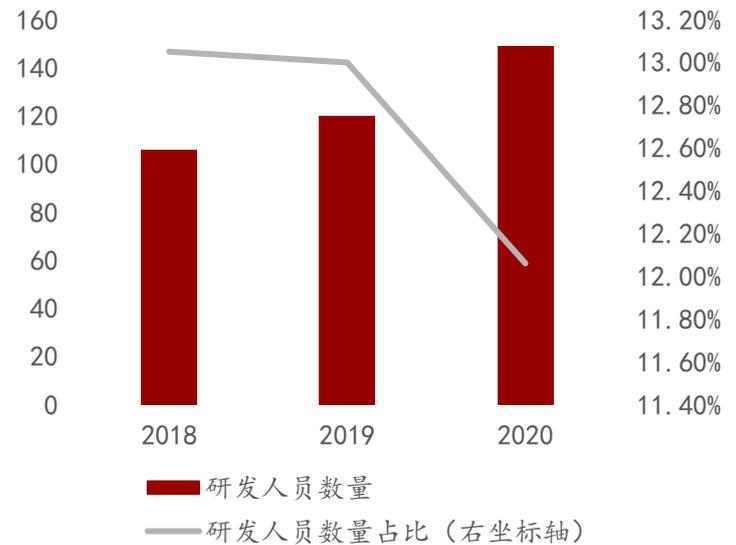
注重研发投入，技术水平行业领先。作为高技术附加值的特钢企业，公司自成立以来便注重技术研发。近年来研发投入持续增加，2020年公司研发投入0.75亿元，同比增长39%，研发投入占营收比例达到4.13%，同比提升0.74pct。研发人员数量逐年

提升，20年研发人员149人次，同比增加24%。在高研发投入下，公司取得众多研发成果，包括飞机起落架用高强钢A100材料、储能转子材料、风电的电渣锭材料以及各种高温合金材料等。

图表11:2016-2020年公司研发投入(亿元)



图表12:2018-2020年公司研发人员数量(人)

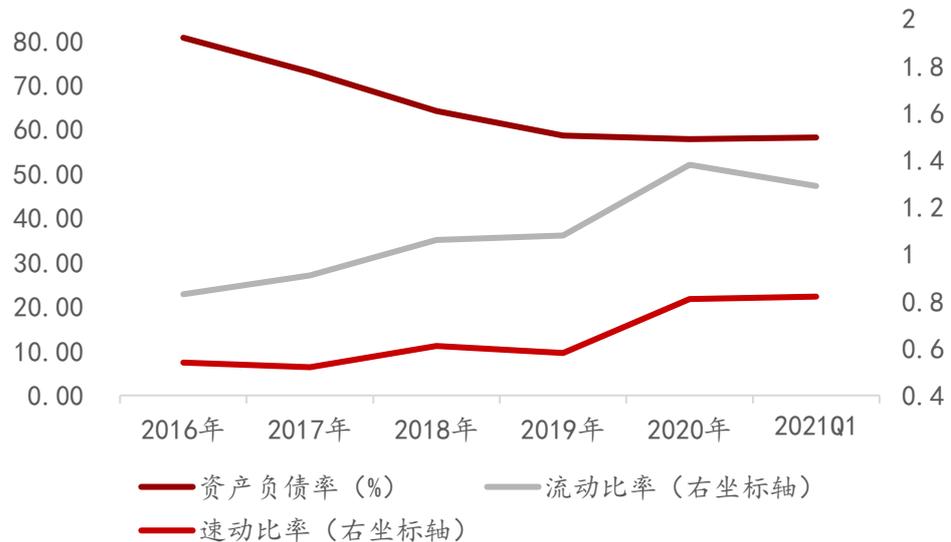


资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

**资产负债结构持续优化, 偿债能力明显改善。**随着公司业绩增长, 以及上市后融资能力增强, 公司资产结构不断改善。2020年公司资产负债率降至57.85%, 同比下降0.77pct。公司偿债能力也有明显提升, 流动比率、速动比率较19年均有明显改善。

图表13:2016-2021Q1公司资产负债率、流动比率、速动比率



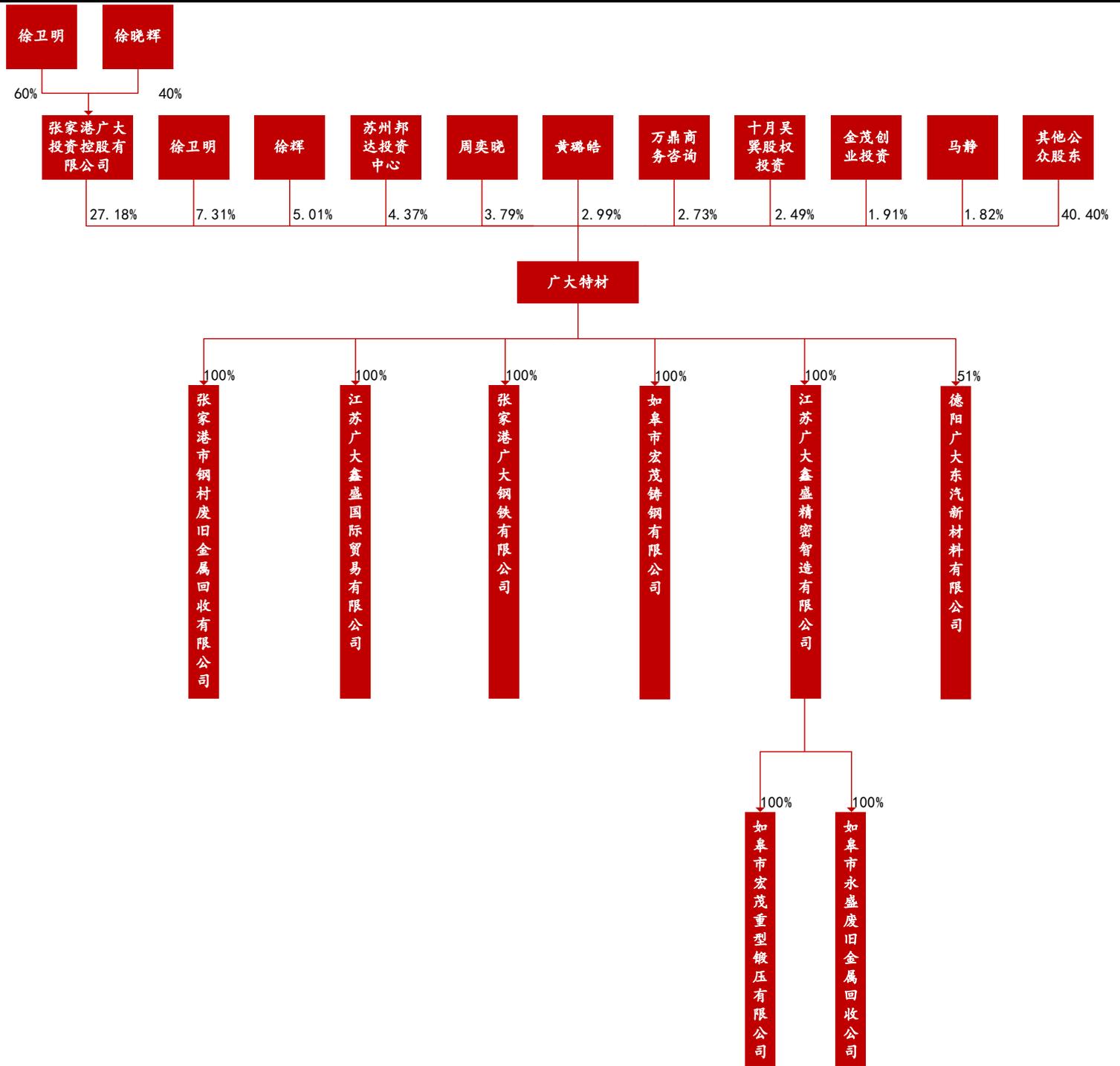
资料来源: wind, 万联证券研究所

### 1.3 股权结构明晰, 实控人稳定

公司股权结构明晰, 实控人稳定。公司实际控制人为徐卫明、徐晓辉父子, 二者通

过广大投资控股和万鼎商务直接和间接共控制公司约38.6%的股权。

图表14:2020Q1 公司股权结构



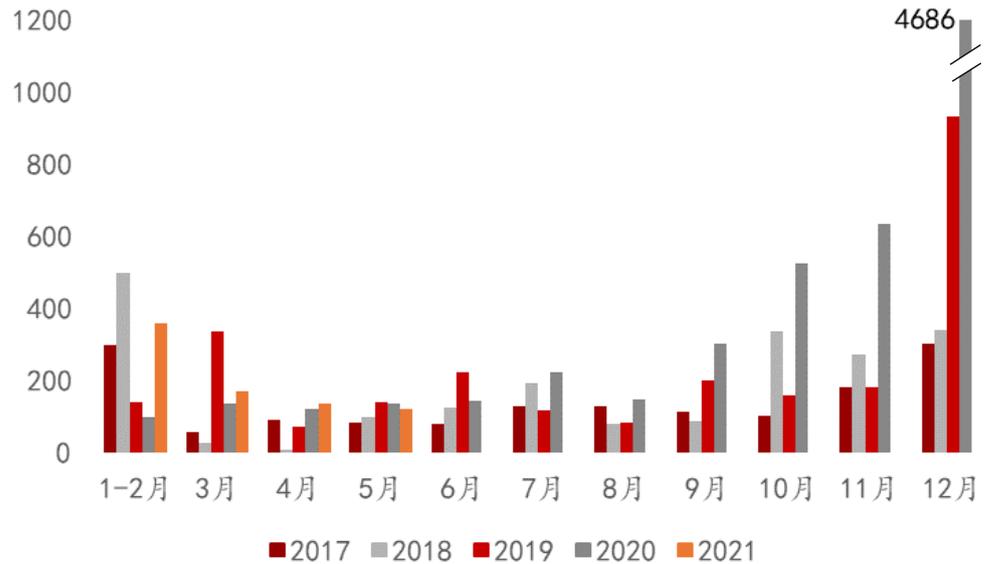
资料来源: wind, 万联证券研究所

## 2 风电进入高速期，大风机促进产业发展

### 2.1 国内抢装后景气依旧，碳中和催生未来需求

**抢装展现中国风电产业链韧性，今年上半年行业景气依旧。**去年年底，国内陆上风电市场掀起了史上最强的抢装浪潮，此前业界普遍认为国内风电产业链难以支撑如此大规模的存量项目在20年集中并网产生的强烈需求，但实际中国产业链的韧度超出了业内预期。根据中电联数据，20年下半年的风电月度装机量屡创记录，仅12月单月，国内就实现了46.86GW的装机量。国内风电市场的发展远超出预期，今年上半年依然如此。产业普遍认为去年的抢装很大程度上透支了今年上半年的装机，在抢装潮褪去后，今年风电装机量大概率会出现下滑。然而今年1-5月国内风电实现7.79GW的新增装机，创下近五年同期最高水平，再次超出市场预期。

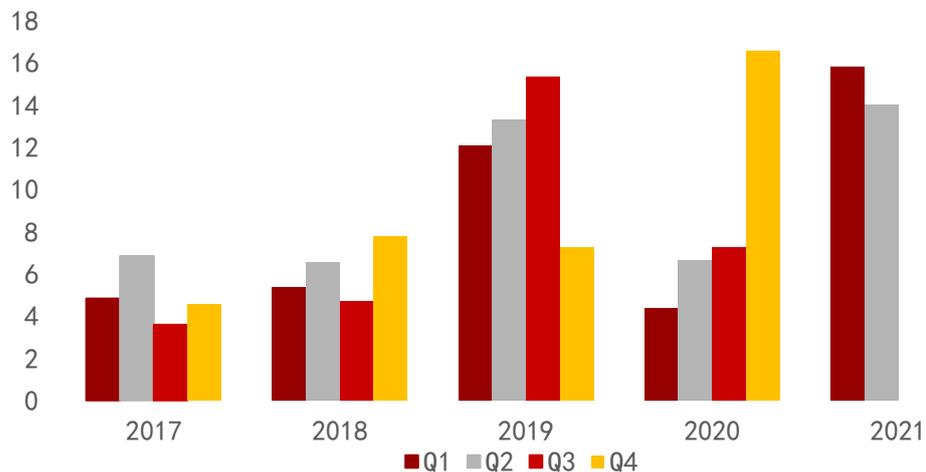
图表15:2017-2021年5月国内风电月度装机量 (MW)



资料来源：中电联，万联证券研究所

**低价风机促进需求，上半年招标量维持高位。**从去年3月以来，风机中标价格一路下行，今年风电项目报价屡创新低，不含塔筒的整机价格甚至跌破2000元/kW。在以三北地区为代表的国内风资源较好的区域中，大部分风电场可实现平价上网。叠加国内碳中和的刚性要求，国内运营商纷纷开启招标，今年Q1、Q2招标量维持近几年高位，完全未受补贴退出的影响。高招标量也为今年下半年以及22年的风电装机注入强心剂，预计未来几年风电新增装机量不会出现大幅下滑。

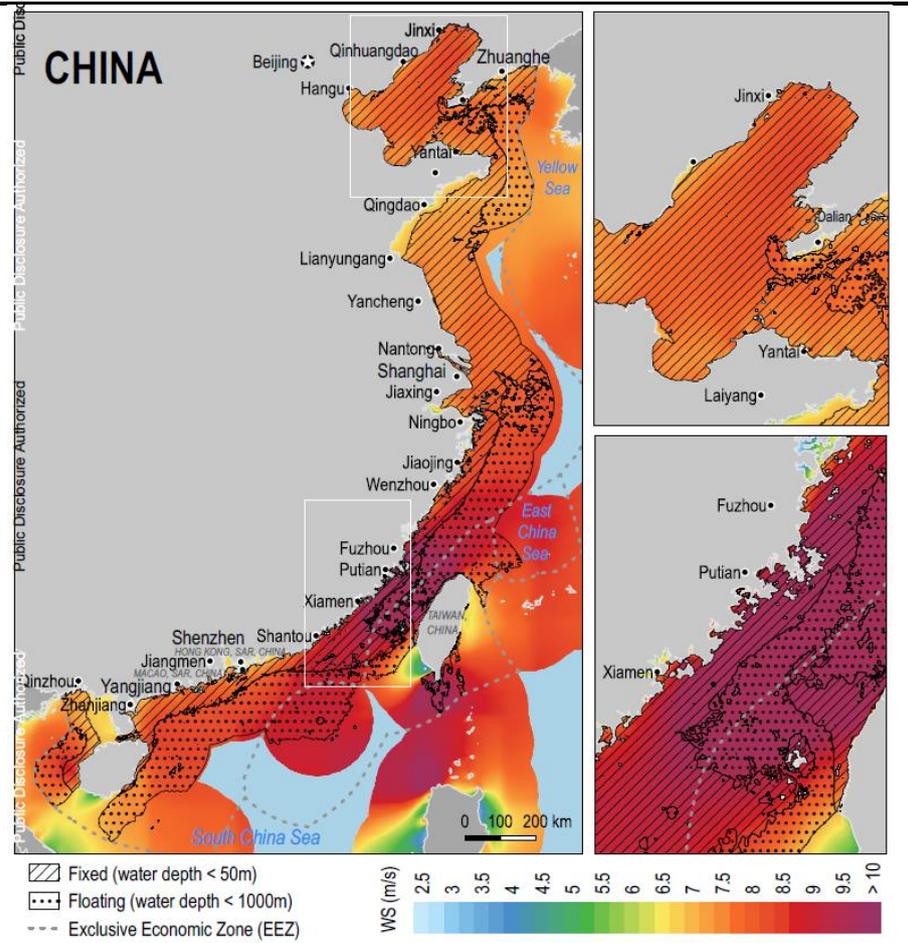
图表16:2017年至今风电季度招标量 (GW)



资料来源：明阳智能，北极星电力，万联证券研究所

国内风电潜力较大，海上风电资源亟待开发。目前国内陆上风电开发如火如荼，但海上风电的规模仍然较小。“十四五”期间，各沿海省份都提出了海上风电的发展规划。我们认为，国内海上的风资源潜力较大，未来随着风机技术进步，海上风电前景巨大。根据GWEC的数据，国内据海岸线50m以内的固定风机可开发的风资源就达到了1400GW，而向深远海去看，随着未来漂浮式风机技术成熟，仍有1582GW的风资源，国内海风前景可期。

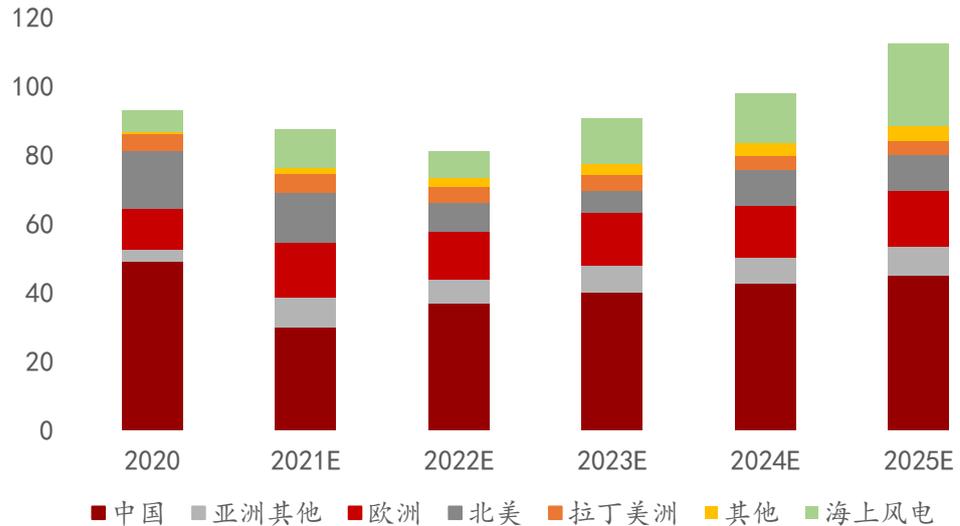
图表17:我国海上风资源情况



## 2.2 全球风电稳定增长，国内整机商发展迅猛

全球风电装机可期，2025年冲击120GW。从全球来看，随着中国、欧洲以及海上风电的需求增长，风电装机有望保持增长势头，根据GWEC预测，2025年全球风电装机量将超过110GW。我们认为GWEC对中国装机量的预计相对保守，若25年中国风电装机55GW以上，全球装机将超过120GW。

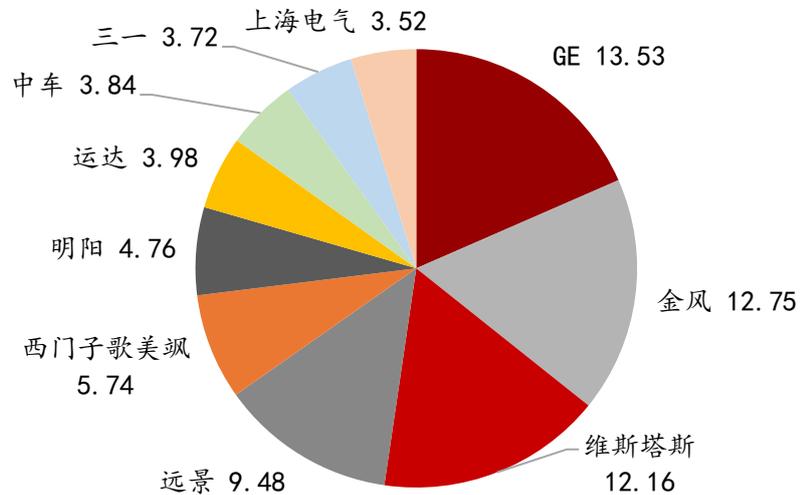
图表18:2020-2025E 全球风电装机量 (GW)



资料来源: GWEC, 万联证券研究所

国内主机厂出货占据半壁江山，世界前十中国七席。随着国内大力发展风力发电，近年来，中国主机厂商迅速崛起。根据Bloomberg NEF的数据，2020年全球出货前十的主机厂中，中国占据了七席，前十共73.48GW的出货量中有超过42GW来自中国厂商。尽管目前中国厂商出货仍集中在国内，但是可以憧憬未来，随着国内厂商与国际巨头的差距不断缩小，中国风机出海可期。

图表19:2020 年全球风机供应商 TOP 10 装机量 (GW)



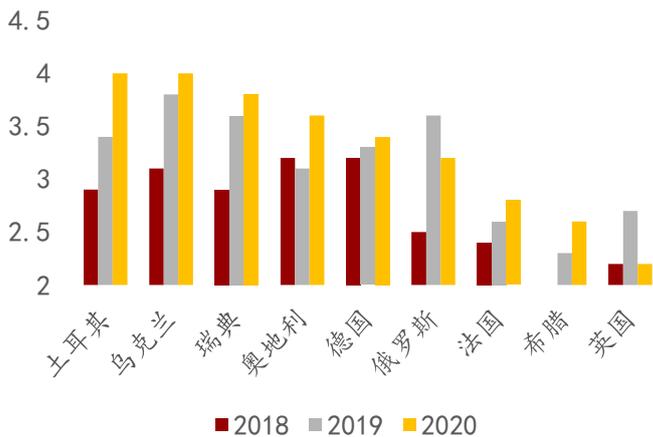
资料来源: Bloomberg NEF, 万联证券研究所

### 2.3 风机大型化趋势持续，大风机零部件壁垒提高

欧洲单机容量持续提升，海上风电趋势更为明显。近年来，大风机趋势已经在业内形成共识，大风机对效率的提升以及成本的下降有着明显的作用，尤其是在高风速、风资源较好的地区，大风机的优势明显。根据WindEurope数据，多数欧洲国家近三年的风机单机平均容量都有比较明显的提升，其中欧洲陆上风机的单机平均容量从2017年的2.7MW提升22%至2020年的3.3MW。海上风机的大型化趋势更为明显，欧

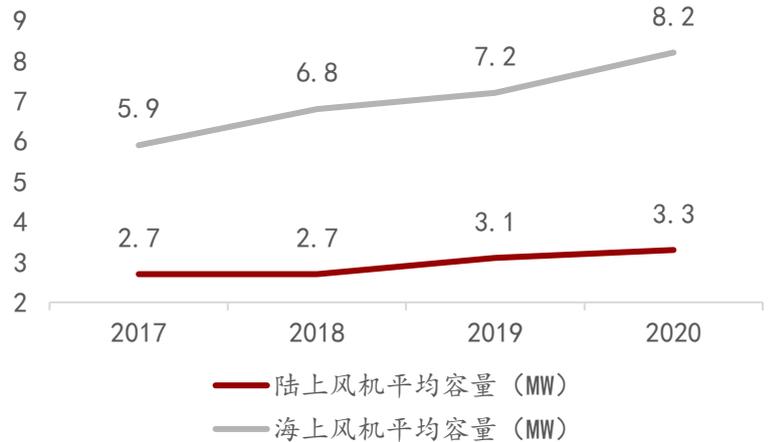
洲海上风机的单机平均容量从2017年的5.9MW提升至8.2MW，增幅高达39%。

图表20:近三年欧洲主要国家陆上风机平均容量 (MW)



资料来源: WindEurope, 万联证券研究所

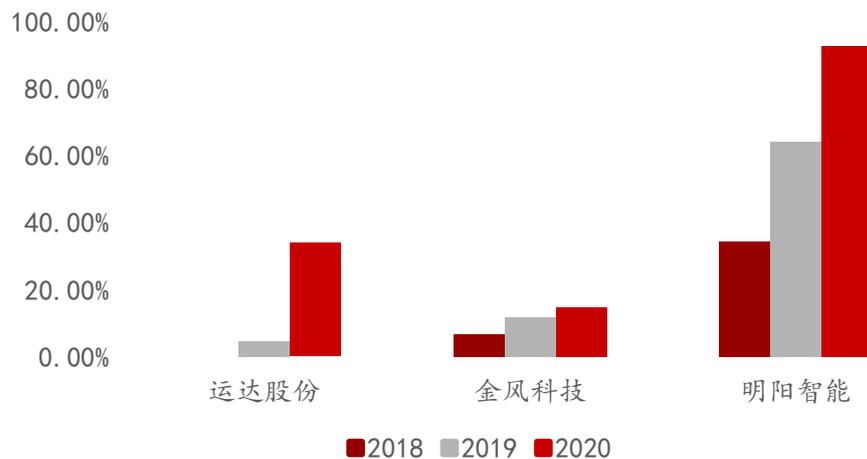
图表21:2017-2020年欧洲风机平均容量变化 (MW)



资料来源: WindEurope, 万联证券研究所

国内大兆瓦趋势同样明显，供需两侧均有体现。国内近年来的风机大型化趋势也已经形成，从供给端来看，我们对比几家主要上市整机商的风机出货情况，各家整机厂的3MW以上出货占比逐年提升，以海上风机为主要发力点的明阳智能3MW以上风机占比在2020年更是超过了90%。

图表22:近三年国内主机商 3MW 以上风机销售占比



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

大兆瓦风机需求强劲，竞争性配置要求明晰。从需求侧来看，运营商从IRR的角度考虑，也倾向于在风资源较好的地区选用大兆瓦风机。而从各省的风电竞争性配置要求来看，评分细则对单机容量基本都有要求。从21年披露竞争性配置评分的几个省份来看，除甘肃省未明确表述大兆瓦风机得分外，其余四个省份都明确提出大兆瓦风机将获得更高的竞争性配置评分。因此，根据政策来反推，我们认为未来运营商对大兆瓦风机的需求将保持旺盛。

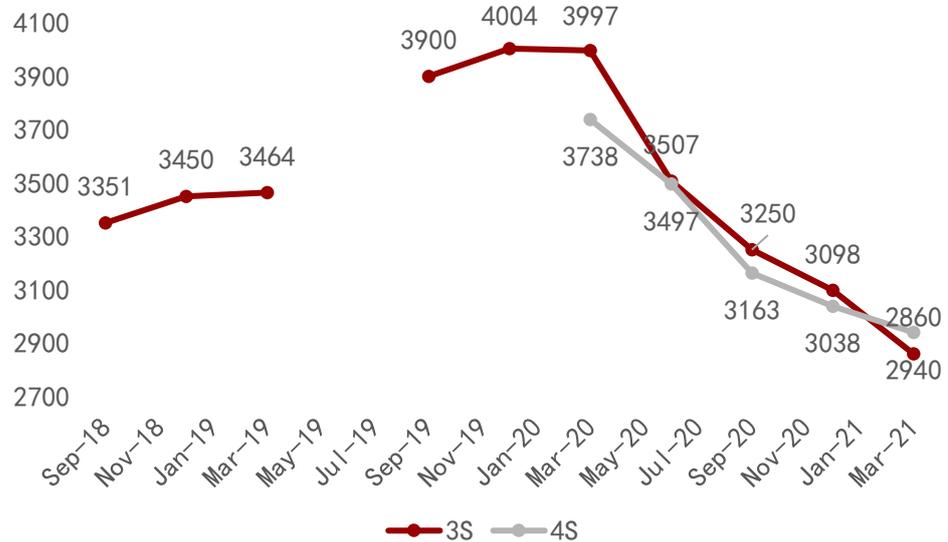
图表23:2021年部分省份风电竞争性配置评分细则中对单机容量的要求

评分细则中关于设备选型的表述	
广西	单台风机容量 2-3MW, 得 1 分; 3 兆瓦以上, 得 2 分
河北	单台风机容量 3.5 兆瓦以上, 得 5 分
陕西	单台风机容量 3.3 兆瓦以上, 得 2 分
吉林	单台风机容量 2-2.5 兆瓦, 得 1 分; 2.5-3 兆瓦, 得 2 分; 3 兆瓦以上得 3 分

资料来源: 各省发改委, 万联证券研究所整理

大风机旺盛需求开始在价格上体现, 大兆瓦溢价显现。根据金风披露的风机月度招标价格来看, 21年3月的4MW风机单位价格已经超过3MW风机, 由此也可以反映出大兆瓦风机的旺盛需求。大兆瓦溢价下, 整机商大风机的盈利提高, 上游大兆瓦零部件价格也将出现一定程度的溢价。同时, 由于大兆瓦零部件的生产难度和要求更高, 国内大兆瓦零部件产能偏紧, 这在一定程度上将加剧大兆瓦零部件的溢价情况, 同时其生产壁垒较普通零部件也有提高。

图表24:2018年9月-2021年3月国内风机月度价格(元/kW)



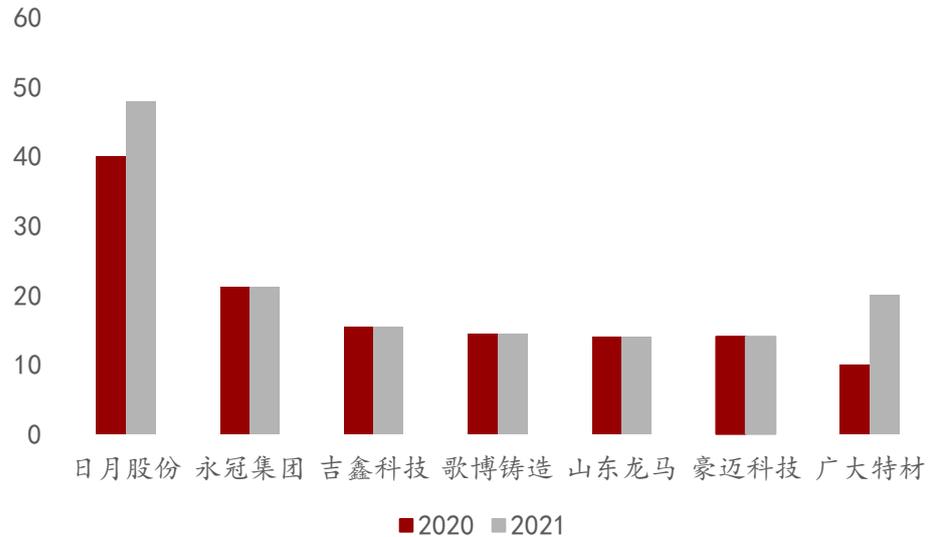
资料来源: 金风科技, 万联证券研究所

### 3 公司风电业务多点开花, 铸件和齿轮箱零部件开始发力

#### 3.1 跻身国内风机铸件第一梯队, 大兆瓦铸件产能国内领先

铸件产能扩张周期较长, 国内铸件占据全球多数份额。全球约80%的铸件产能来自中国, 由于环保政策趋严以及铸件自身扩产周期较长, 近两年国内铸件产能增速较低。根据我们整理, 目前国内10万吨以上铸件产能的企业仅有7家左右, 到21年底日月产能将扩张至约48万吨, 广大特材约20万吨, 而其他企业并无较大的扩产规划, 预计到21年底, 国内10万吨以上铸件产能合计约147万吨。

图表25:国内主要铸件企业产能情况(万吨)



资料来源: 万联证券研究所整理

**大风机对铸件需求增加, 铸件需求旺盛。**根据中国铸造协会估算, 每MW风电整机大约需要20-25吨铸件, 而随着风机的单机容量增加, 其单位容量对应的铸件重量也将增加, 目前按明阳紧凑型半直驱风机的数据, 3.2MW风机的轮毂单位重量为9t/MW, 而5.5MW风机的轮毂单位重量为11.7t/MW, 单位重量明显提升, 若是直驱风机, 其对应大兆瓦尺寸将更大, 单位重量提升更多。因此, 我们认为未来1MW风机对应铸件需求应在25吨甚至更高, 按25吨和全球风电装机80GW计算, 预计22年风机铸件需求约为200万吨, 铸件整体需求旺盛。

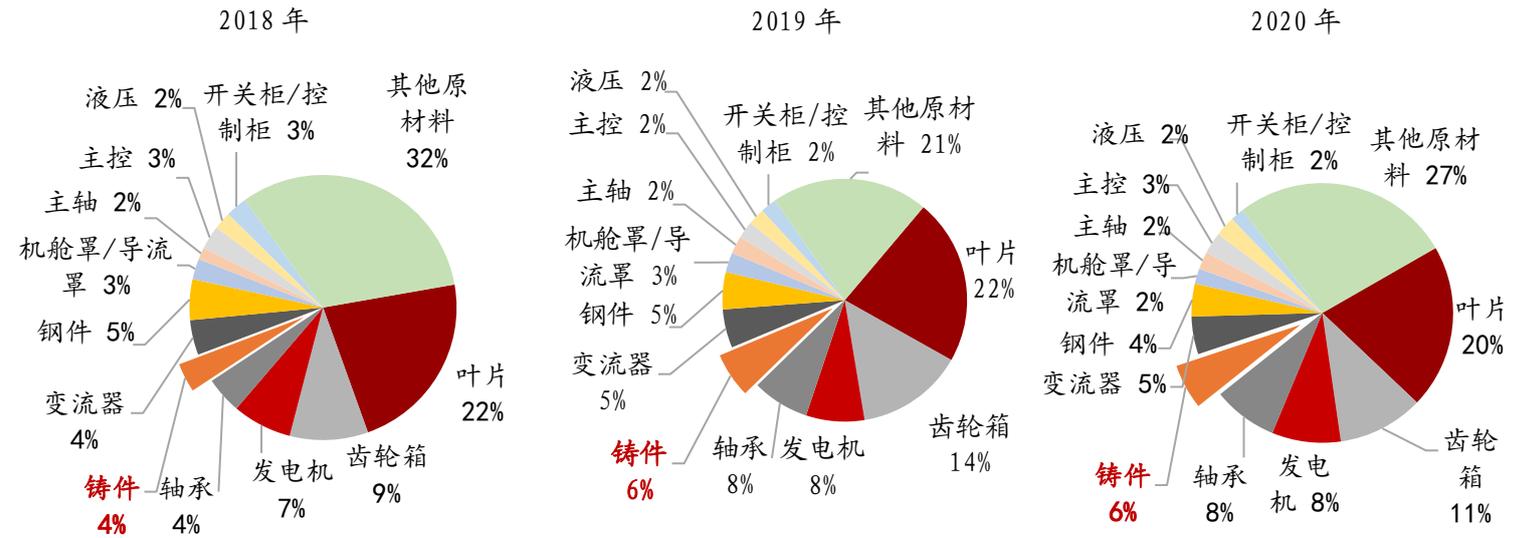
图表26:不同风机容量的铸件产品重量

铸件产品	风机容量	总重量 (t)	单位重量 (t/MW)
轮毂	3.2MW	28.8	9.0
	5.5MW	64.1	11.7
弯头	3.2MW	21.9	6.8
	5.5MW	56.5	10.3

资料来源: 万联证券研究所整理

**铸件采购占比稳定, 主机商需求坚实。**根据上海电气披露数据, 近三年来, 其铸件采购额占总采购金额的比例稳中有升, 由2018年的4%提升至2020年的6%。我们认为, 随着大风机出货占比的持续提升, 铸件在原材料采购中的占比仍有提升空间。因此, 我们坚定认为, 铸件是风机零部件中格局较好的环节, 公司涉足铸件产业, 前景可观。

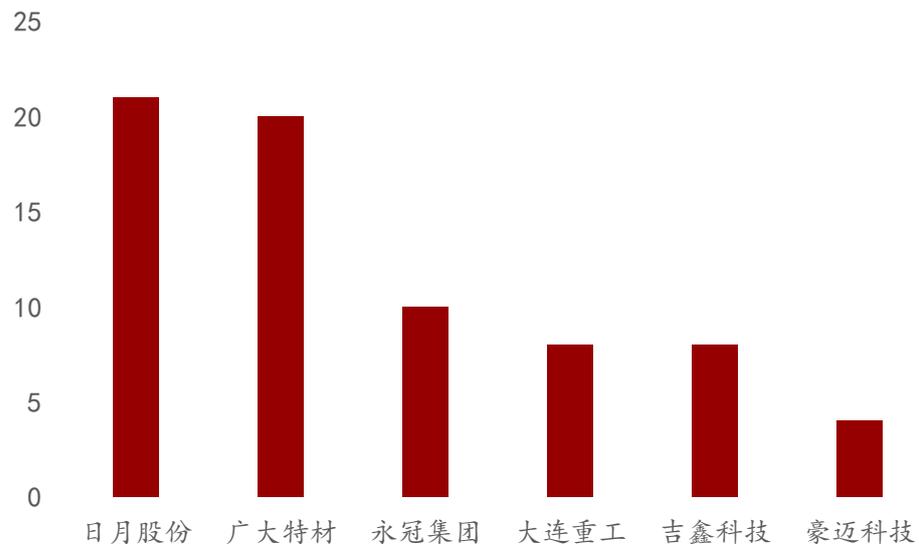
图表27:上海电气近三年风机各零部件采购金额占比



资料来源:公司公告,万联证券研究所

**公司铸件产能迅速放量,后发优势开始显现。**公司2019年开始布局风电铸件项目,在如皋规划了大型海上风电铸件项目,预计达产后将形成20万吨毛坯产能配套15万吨精加工产能。公司动作迅速,2020年产能已开始逐步释放,到2020年底,已具备10万吨毛坯+3.5万吨精加工产能,目前公司生产的3.2MW、5.5MW、8MW轮毂、弯头等大型风电铸件均已成功投产并批量化。预计目前公司20万吨产能基本完全释放,今年销量和订单有望达到10万吨,对应收入13-14亿。公司布局铸件业务之初就充分考虑了风机大型化的趋势,因此新投项目均为5MW以上铸件产能。根据我们统计,国内大兆瓦产能稀缺,4MW以上产能不足100万吨,5MW以上则更加紧缺。公司的大兆瓦铸件产能将拥有巨大的后发优势,充分享受大兆瓦溢价带来的超额收益。

图表28:2021年底预计国内主要铸件企业4MW以上风机铸件产能(万吨)

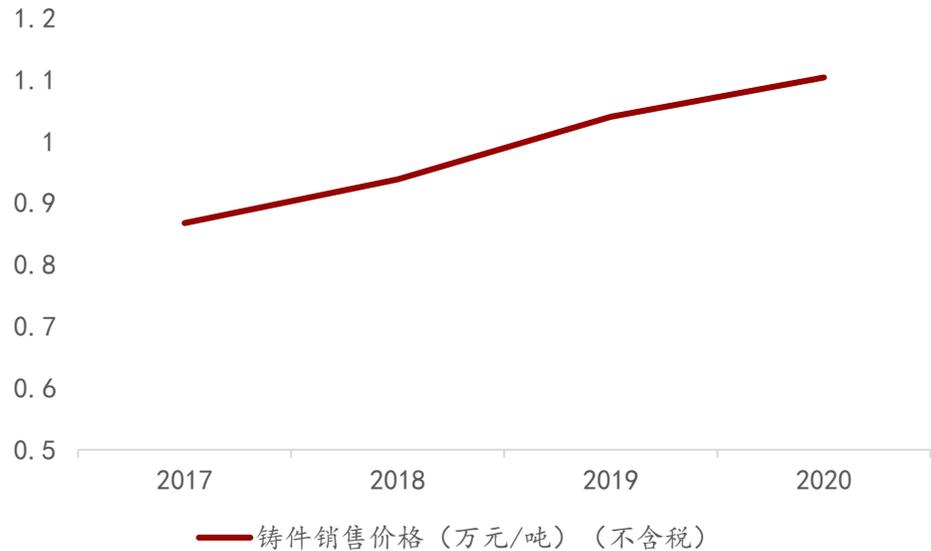


资料来源:万联证券研究所整理

**铸件价格逐年提升,铸件盈利水平有望维持长期稳定。**由于铸件产能整体供需稳定,叠加此前我们强调的大兆瓦零部件溢价逐步体现,近年来,尽管风机价格大幅波动,

但铸件的市场价格却一路走高，根据日月股份的数据，2020年铸件不含税均价已经超过1.1万元/吨，较2017年提升26%。我们认为，铸件企业的盈利水平将在较长时间内维持在稳定水平。

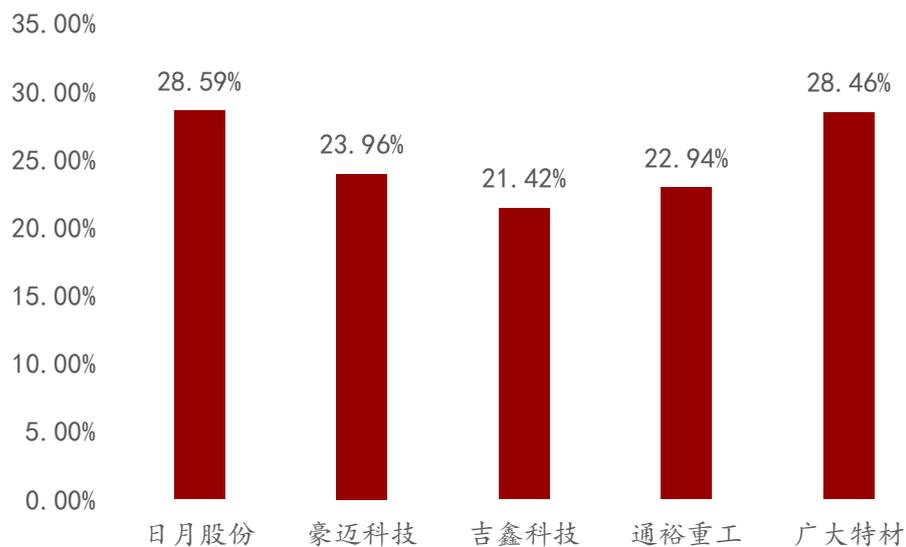
图表29:2017-2020年日月股份铸件销售价格（万元/吨）



资料来源: wind, 万联证券研究所整理

**后发优势显现，铸件毛利率堪比龙头。**公司凭借多年熔炼和后段加工的技术积累、强大的成本管控能力以及大兆瓦产能的后发优势，在铸件投产的第一年就实现了较高的毛利率，基本与行业龙头日月股份持平。我们认为，公司的后发优势将在今后持续体现，随着20万吨产能完全释放，公司规模效应进一步展现，毛利率仍有提升空间，未来铸件盈利能力可观。

图表30:国内主要铸件企业铸件业务毛利率



资料来源: wind, 万联证券研究所

**绑定海上风电龙头，在手订单饱满。**公司结合自身大型海上风电铸件的产品优势，深度绑定海上风电龙头明阳智能，根据公司披露与明阳智能签订的合同，目前100套

5.5MW和300套6-8MW的铸件订单基本填满公司今年可释放的产能，公司在手订单饱满，今年成功进入远景和运达供应链，未来随着铸件产能持续放量，公司将进一步拓宽客户范围。

图表31:公司与明阳智能签订合同内容

风机容量	产品	数量(套)	金额(含税)
3MW	轮毂及机舱弯头	待定	待定
5.5MW	轮毂、机舱弯头及偏航支座	100	69,301.41 万元
6-8MW	轮毂、机舱弯头及偏航支座	300	

资料来源:公司公告,万联证券研究所

### 3.2 齿轮钢业务向下游延伸, 齿轮箱零部件未来可期

齿轮钢下游应用广泛, 公司产品面向高端。齿轮钢广泛应用于下游各工业领域, 包括汽车、大型工程机械、风电和轨道交通等, 其中公司齿轮钢业务主要应用在风电和轨道交通领域。由于风电和轨道交通的齿轮箱在工作条件、寿命要求等方面较为苛刻, 因此其技术参数要求也远高于其他应用领域。公司齿轮钢产品面向高端市场, 展现了强大的熔炼技术实力。

图表32:不同类型齿轮钢产品要求

齿轮钢类别	技术参数要求	齿轮设计寿命	规格与工艺
汽车齿轮钢	氧含量 $\leq 15\text{ppm}$ , 探伤 $\leq \phi 2\text{mm}$ , 晶粒度 6 级	80-120 万公里	产品规格较小, 通常采用连铸工艺
风电齿轮钢	氧含量 $\leq 10\text{ppm}$ , 探伤 $\leq \phi 0.8\text{mm}$ , 晶粒度 8-9 级	20 年	产品规格较大, 通常采用模铸工艺
轨道交通齿轮钢	氧含量 $\leq 10\text{ppm}$ , 探伤 $\leq \phi 0.8\text{mm}$ , 晶粒度 8-9 级	2400 万公里	产品规格较大, 通常采用模铸工艺
工程机械齿轮钢	N/A	8-10 年	大型工程机械齿轮钢规格较大, 通常采用模铸工艺

资料来源:公司公告,万联证券研究所

齿轮钢技术水平业内领先, 下游客户涵盖前三大风电齿轮箱制造商。目前公司齿轮钢晶粒度达到8-9级, 探伤小于0.8mm当量, EVA小于200, 各项技术指标远超国家标准和下游客户的技术要求。公司在现有技术水平基础上, 继续开展超纯净齿轮钢研发项目, 预计未来将达到纯净度  $\text{EVA} \leq 150$ , 0.6mm 探伤合格率达到100%的水平。

图表33:公司齿轮钢技术水平与国标和主要风电齿轮箱制造商要求对比

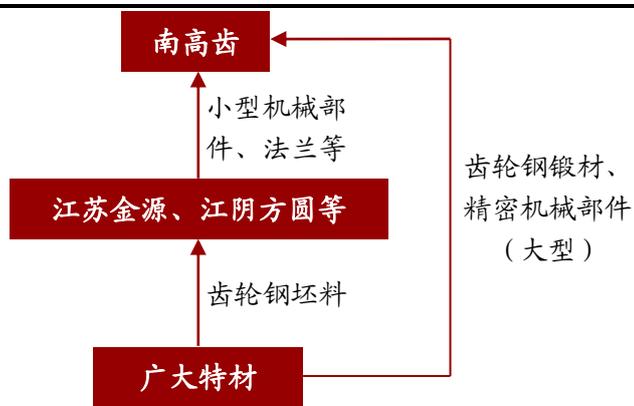
技术指标	全球前三大风电齿轮箱制造商技术要求			国标 (GB/T 33160-2016)	广大特材技术水平	
	公司 A	公司 B	公司 C			
晶粒度	$\geq 6$ 级	$\geq 5$ 级	$\geq 6$ 级	$\geq 5$ 级	8-9 级	
探伤	1.0mm 当量	$\leq 0.8\text{mm}$ 当量	2.0mm 当量		$\leq 0.8\text{mm}$ 当量	
EVA	$\leq 300$	N/A	N/A	N/A	$\leq 200$	
夹杂物:						
A 类	细	$\leq 2.5$	$\leq 2.5$	$\leq 2.0$	$\leq 2.0$	$\leq 0.5$
	粗	$\leq 1.5$	$\leq 1.5$	$\leq 1.5$	$\leq 1.5$	$\leq 0.5$
B 类	细	$\leq 2.0$	$\leq 2.0$	$\leq 2.0$	$\leq 2.0$	$\leq 1.0$
	粗	$\leq 1.0$	$\leq 1.0$	$\leq 1.0$	$\leq 1.5$	$\leq 0.5$

C 类	细	≤ 1.0	≤ 0.5	≤ 1.0	≤ 1.0	≤ 0.5
	粗	≤ 1.0	≤ 0.5	≤ 1.0	≤ 1.0	≤ 0.5
D 类	细	≤ 1.5	≤ 1.0	≤ 1.5	≤ 1.5	≤ 1.0
	粗	≤ 1.0	≤ 1.0	≤ 1.0	≤ 1.5	≤ 0.5
Ds 类		≤ 2.0	≤ 1.5	≤ 2.0	≤ 2.0	≤ 1.5

资料来源：公司招股说明书，国家标准全文公开系统，万联证券研究所

**强大的齿轮钢技术优势加持，公司发力下游齿轮箱零部件领域。**目前公司大部分出货为齿轮钢坯料，少部分经过粗加工制成齿轮箱零部件。因此公司虽是南高齿的合格材料供应商，但由于南高齿的零部件加工能力，其还需将齿轮钢坯料委托至江苏金源和江阴方圆等零部件加工厂进行外协精加工。广大特材依托自身强大的齿轮钢材料优势，有望打通上下游提升产业效率。

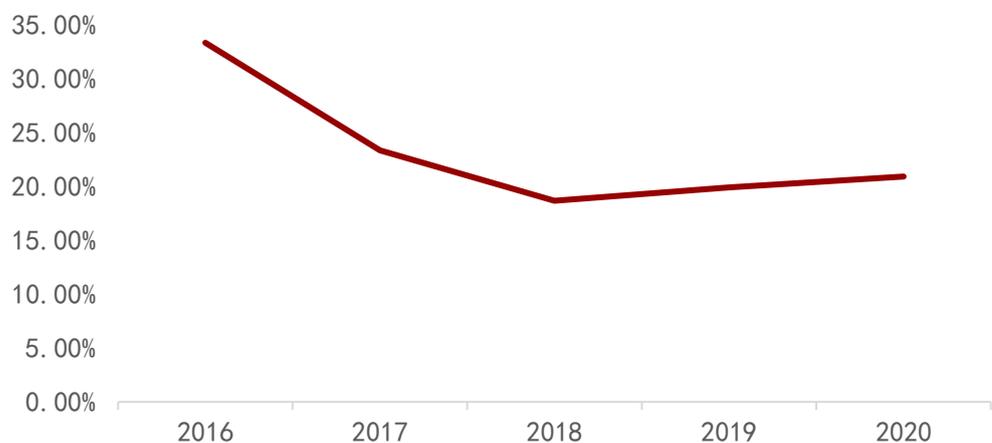
图表34:公司与江苏金源、江阴方圆及南高齿之间业务关系



资料来源：公司招股说明书，万联证券研究所

**布局齿轮箱零部件有望打通上下游，与客户形成互利共赢。**公司齿轮箱零部件的主要客户之一南高齿近年来毛利率低迷，公司提供优质且低成本的齿轮箱零部件能够降低南高齿的生产成本，从而提升客户的盈利水平。广大特材通过向下游延伸，进一步提升了自身的盈利水平，齿轮箱零部件的附加值高于风电铸件，其盈利水平未来可期。

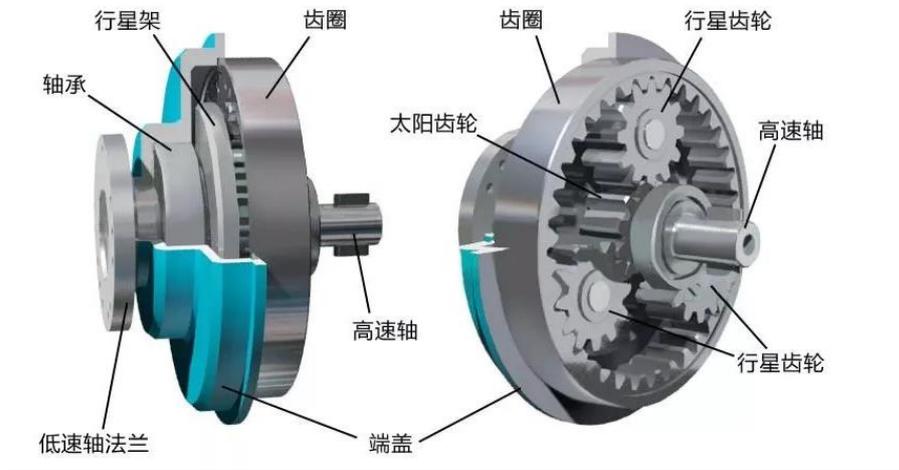
图表35:2016-2020年南高齿毛利率变化



资料来源：wind，万联证券研究所

齿轮箱零部件开始布局，盈利能力可期。齿轮箱零部件包括行星销轴、行星齿轮、太阳轮、内齿圈、扭力臂/齿轮箱端盖、齿轮箱体/行星架等，公司齿轮钢材料优势较大，向下游扩张难度较小。我们认为，公司有足够潜力成为全面、专业的齿轮箱零部件供应商。

图表36:行星齿轮结构

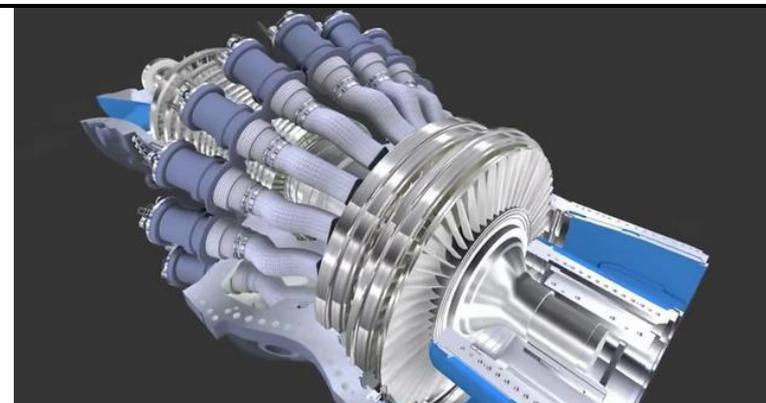


资料来源：电力微安全，万联证券研究所

### 3.3 成功混改东汽锻铸事业部，提效增产盈利全面提升

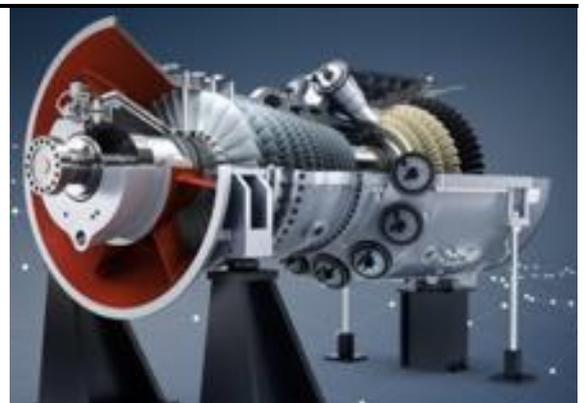
广大东汽新材料成立，提效增产计划全面启动。2020年12月，公司与东方电气集团东方汽轮机有限公司签署协议，二者将联合打造一家以能源、航空、军工、化工装备高端铸锻件为主营业务的合资公司。2021年1月，德阳广大东汽新材料有限公司注册成立，其中广大特材持股 51%，东方汽轮机公司持股 49%。合资公司成立后，广大特材投入大量精力全面提升公司盈利水平，一方面，公司规划将合资公司铸钢产能由1万吨提升至3万吨，同时降低人工成本提升生产效率，进一步提高公司利润水平。今年3月，公司与东方电气集团签署了业务合作协议，东方电气旗下东方锅炉、东方电机、东方汽轮机所有的子公司和广大特材以及德阳的合资公司建立全面的业务合作关系，合资公司产品订单无忧。

图表37:燃气轮机示意图



资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

图表38:燃气轮机用高中压内、外缸、阀门



资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

## 4 盈利预测

### 4.1 关键假设

#### 4.1.1 风电板块

**齿轮钢:** 20年公司齿轮钢销量12.02万吨, 未来我们认为公司齿轮钢销量有望稳步提升, 21-23年分别为13/14/17万吨, 随着公司超纯净齿轮钢研发完成, 产品质量进一步提升, 我们预计不含税单价维持在0.75万元/吨的水平, 毛利率分别为20%/21%/21%。

**铸件:** 公司20万吨铸件预计在今年将全部投产, 预计21-23年销量分别为10/19/20万吨, 行业降本需求下, 预计未来价格小幅下降, 不含税价格分别为1.45/1.35/1.30万元/吨。我们看好公司降本能力, 预计毛利率稳中有升, 21-23年分别为27%/28%/29%。

**主轴:** 由于主轴竞争较为激烈, 公司近年来主轴维持稳定, 预计21-23年销量分别为0.65/0.70/0.75万吨, 不含税价格分别为1.6/1.55/1.5万元/吨, 毛利率分别为22%/22%/21%。

**其他风电零部件:** 随着公司业务扩张, 我们认为公司下游零部件布局将日趋完善, 预计21-23年销量分别为4/8/15万吨, 单价分别为1.1/1.15/1.2万元/吨, 毛利率保持稳定, 分别为27%/27%/26%。

#### 4.1.2 广大东汽

随着广大东汽产能逐步提升, 我们认为公司销量将有较大提升, 价格方面维持稳定水平, 公司未来成本控制增强, 毛利率有望提升。

**铸钢:** 预计21-23年销量分别为2.5/4.5/7万吨, 不含税价格为1/1.05/1.1万元/吨。

**叶片:** 预计21-23年销量分别为20/30/50万片, 不含税价格为0.2/0.22/0.23万元/片。

图表39:公司各业务拆分

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
齿轮钢						
营业收入	1,073.37	976.79	843.62	975.00	1,050.00	1,275.00
YoY		-9.0%	-13.6%	15.6%	7.7%	21.4%
销量(万吨)	14.25	15.75	12.02	13.00	14.00	17.00
单价(万元/吨)(不含税)	0.75	0.62	0.70	0.75	0.75	0.75
营业成本	829.49	776.71	673.44	780.00	829.50	1,007.25
YoY		-6.36%	-13.30%	15.82%	6.35%	21.43%
毛利率	22.72%	20.48%	20.17%	20.00%	21.00%	21.00%
风电铸件						
营业收入	0.00	0.0	243.2	1,450.00	2,565.00	2,600.00
YoY				496.2%	76.9%	1.4%

销量 (万吨)			1.79	10.00	19.00	20.00
单价 (万元/吨) (不含税)			1.36	1.45	1.35	1.30
营业成本			174.0	1,058.50	1,846.80	1,846.00
YoY				508.4%	74.5%	0.0%
毛利率			28.46%	27.00%	28.00%	29.00%

主轴	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	67.63	101.7	101.2	104.00	108.50	112.50
YoY		50.3%	-0.5%	2.8%	4.3%	3.7%
销量 (万吨)	0.44	0.68	0.66	0.65	0.70	0.75
单价 (万元/吨) (不含税)	1.54	1.50	1.53	1.60	1.55	1.50
营业成本	51.79	80.5	75.3	81.1	84.6	88.9
YoY		55%	-6%	8%	4%	5%
毛利率	23.42%	20.83%	25.61%	22.00%	22.00%	21.00%

其他风电零部件	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	89.13	158.2	346.1	440.00	920.00	1,800.00
YoY		77.4%	118.8%	27.1%	109.1%	95.7%
销量 (万吨)	0.87	1.46	3.38	4.00	8.00	15.00
单价 (万元/吨) (不含税)	1.02	1.08	1.02	1.10	1.15	1.20
营业成本	62.96	115.4	241.4	321.2	671.6	1,332.0
YoY		83%	109%	33%	109%	98%
毛利率	29.36%	27.05%	30.24%	27.00%	27.00%	26.00%

其他合金材料	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	259.26	304.26	176.26	185.1	203.6	223.9
YoY		17.4%	-42.1%	5.00%	10.00%	10.00%
营业成本	204.36	236.22	136.61	151.8	158.8	168.0
YoY		16%	-42%	-36%	5%	6%
毛利率	21.18%	22.36%	22.50%	18.00%	22.00%	25.00%

其他合金制品	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入			49.8	50.0	50.0	50.0
YoY				0.4%	0.0%	0.0%
营业成本			38.2	40.0	39.0	38.5
YoY				4.8%	-2.5%	-1.3%
毛利率			23.42%	20.00%	22.00%	23.00%

其他业务	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	18.07	47.4	50.2	55.2	82.8	165.5
YoY		162.3%	5.8%	10.00%	50.00%	100.00%
营业成本	13.86	34.5	44.3	48.6	72.8	145.7
YoY		149%	28%	41%	50%	100%
毛利率	23.30%	27.24%	11.78%	12.00%	12.00%	12.00%

广大东汽	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入				650.00	1,132.50	1,920.00
YoY					74.2%	69.5%
铸钢销量 (万吨)				2.50	4.50	7.00
单价 (万元/吨) (不含税)				1.00	1.05	1.10
叶片销量 (万片)				20.00	30.00	50.00
单价 (万元/片) (不含税)				0.20	0.22	0.23

营业成本				500.5	860.7	1,440.0
YoY					72%	67%
毛利率				23.00%	24.00%	25.00%

资料来源：万联证券研究所 注：黄色底纹为预测内容

#### 4.2 盈利预测

基于以上假设，预计公司2021-2023年营业收入分别为39.09/61.12/81.47亿元，归母净利润分别为3.64/6.39/8.30亿元，EPS分别为2.21/3.87/5.04元/股。首次覆盖给予买入评级，根据风电零部件企业估值，按22年20倍PE，给予6个月目标价77.4元/股。

### 5 风险提示

风电行业政策不及预期；全球风电装机不及预期；公司产能释放不及预期；公司产品竞争恶化导致盈利水平下降。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1810</b>	<b>3909</b>	<b>6112</b>	<b>8147</b>
%同比增速	14%	116%	56%	33%
营业成本	1383	2982	4564	6066
毛利	427	928	1548	2081
%营业收入	24%	24%	25%	26%
税金及附加	13	27	42	56
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	46	90	134	163
%营业收入	3%	2%	2%	2%
管理费用	59	121	183	228
%营业收入	3%	3%	3%	3%
研发费用	75	149	214	261
%营业收入	4%	4%	4%	3%
财务费用	39	80	181	336
%营业收入	2%	2%	3%	4%
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	3	0	0	0
其他收益	12	4	6	8
投资收益	-1	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-2	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>206</b>	<b>465</b>	<b>799</b>	<b>1044</b>
%营业收入	11%	12%	13%	13%
营业外收支	-6	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>200</b>	<b>465</b>	<b>799</b>	<b>1044</b>
%营业收入	11%	12%	13%	13%
所得税费用	27	70	120	157
净利润	173	395	679	888
%营业收入	10%	10%	11%	11%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>173</b>	<b>364</b>	<b>639</b>	<b>830</b>
%同比增速	22%	110%	76%	30%
少数股东损益	0	32	41	58
EPS (元/股)	1.05	2.21	3.87	5.04

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.05	2.21	3.87	5.04
BVPS	10.61	31.57	48.55	69.13
PE	38.42	18.30	10.42	8.02
PEG	1.54	0.17	0.14	0.27
PB	3.81	1.28	0.83	0.58
EV/EBITDA	20.22	12.91	8.74	6.56
ROE	10%	7%	8%	7%
ROIC	7%	7%	7%	6%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	449	1000	3000	5000
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	635	1357	2122	2881
存货	920	1881	2889	3868
预付款项	34	54	87	119
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	178	187	208	228
流动资产合计	2217	4479	8307	12096
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	985	2397	4685	7342
在建工程	701	1701	2701	3201
无形资产	173	243	328	418
商誉	24	24	24	24
递延所得税资产	14	14	14	14
其他非流动资产	33	33	33	33
<b>资产总计</b>	<b>4147</b>	<b>8892</b>	<b>16092</b>	<b>23128</b>
短期借款	365	582	3210	5580
应付票据及应付账款	875	1809	2753	3696
预收账款	1	37	47	57
合同负债	280	302	540	768
应付职工薪酬	15	29	45	61
应交税费	9	28	43	54
其他流动负债	428	661	3299	5677
流动负债合计	1608	2866	6726	10314
长期借款	784	784	1284	1284
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1	1	1	1
其他非流动负债	7	7	7	7
<b>负债合计</b>	<b>2399</b>	<b>3658</b>	<b>8018</b>	<b>11606</b>
归属于母公司的所有者权益	1748	5202	8002	11392
少数股东权益	0	32	72	130
<b>股东权益</b>	<b>1748</b>	<b>5234</b>	<b>8074</b>	<b>11522</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>4147</b>	<b>8892</b>	<b>16092</b>	<b>23128</b>

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-163</b>	<b>-25</b>	<b>468</b>	<b>917</b>
投资	0	0	0	0
资本性支出	-770	-1280	-1400	-920
其他	0	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-770</b>	<b>-1280</b>	<b>-1400</b>	<b>-920</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	661	49	0	0
银行贷款增加 (减少)	1060	217	3128	2370
筹资成本	-122	-91	-196	-366
其他	-561	1681	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1038</b>	<b>1856</b>	<b>2932</b>	<b>2003</b>
<b>现金净流量</b>	<b>107</b>	<b>551</b>	<b>2000</b>	<b>2000</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。  
基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。  
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。  
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。  
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。  
未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦  
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心  
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心  
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场