

# 中际联合（605305）：“乘风出海”，高空安全设备龙头迈向全球

2021年12月1日

推荐/首次

中际联合 公司报告

立足风电领域，深耕高空安全作业设备的龙头。中际联合自 2006 年成立便专注于高空安全设备的研发、生产与销售，近年来随着我国风电行业进入高速发展期，公司在风电领域的业务规模快速成长，占公司主营业务收入的比重超过 90%。目前其产品已经应用于 12 个行业，出口到 45 个国家和地区，是国家级“专精特新”企业，在国内风电领域市场占有率超过 60%。

风电行业长坡厚雪，大型化下高空安全设备或成标配。近年来随着风力发电 LCOE（平准化度电成本）的下降，风电行业受到了全球各国政策的大力支持，据 GWEC 保守预测，2021-2025 年年均复合增速将达到 9.87%。海上风电具有不占用土地资源和靠近用电大省易消纳的天然优势，受到我国东南沿海各省政策大力支持，预计“十四五”期间我国将新增海上风电装机量约 50GW，海上风电将成为风电行业新增装机量的主力军。风电平价上网反向推动了风机大型化的演进，塔筒高度随之也屡屡打破纪录，高空安全作业设备逐渐成为风机不可或缺的标配。

高筑先发和品牌优势壁垒，依托成本优势有望重塑全球性价比。高空安全设备涉及人员安全，相关公司一旦进入下游客户供应商体系，不会被轻易更换。中际联合于 2006 年推出首款应用于风电领域的塔筒升降机，至今累计申请专利 500 多项，获全球各地安全资质认证 80 余项。公司打造的 3S 品牌已经在业内形成较强品牌知名度和市场影响力，已覆盖全球前 15 家风机制造商中的 13 家。公司大力开拓海外业务，相关收入占比持续增加。从盈利能力上看，公司的利润空间明显高于海外同业，依托成本优势有望承接全球性价比。

**公司盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.45、3.06 和 3.61 亿元，对应 EPS 分别为 2.23、2.78 和 3.28 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 48、39 和 33 倍。看好公司高空安全作业设备进入收获期，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：风电行业发展不及预期、公司海外业务扩展不及预期、市场竞争加剧、中美关系恶化。

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	539.08	681.01	907.14	1,174.30	1,460.54
增长率(%)	51.57%	26.33%	33.21%	29.45%	24.38%
净归母净利润(百万元)	141.78	185.12	245.44	305.53	360.73
增长率(%)	51.92%	30.57%	32.59%	24.48%	18.07%
净资产收益率(%)	18.27%	20.22%	11.84%	13.21%	13.90%
每股收益(元)	1.72	2.24	2.23	2.78	3.28
PE	62.91	48.30	48.49	38.96	32.99
PB	11.50	9.75	5.74	5.15	4.59

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

中际联合是国内领先的高空安全作业设备及服务解决方案提供商。公司研发和生产的塔筒升降机、免爬器和助爬器等产品已覆盖全球前 15 家风机制造商中的 13 家，在国内风电领域市场占有率超过 60%，且海外业绩增速亮眼。

资料来源：公司公告、WIND

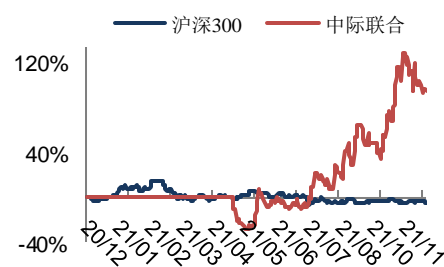
## 未来 3-6 个月重大事项提示：

2022-05-06 4950 万股原股东限售股解禁。

## 交易数据

52 周股价区间(元)	38.97-129.92
总市值(亿元)	117.59
流通市值(亿元)	29.4
总股本/流通 A 股(万股)	11,000/2,750
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	7.68%

## 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

## 研究助理：祁岩

010-66554018

qiy-an-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号

S1480121090016

## 目 录

1. 聚焦风电领域，成就高空安全设备龙头	4
1.1 审时度势，深耕高空安全设备	4
1.2 公司股权架构稳定，管理层履历丰富	6
1.3 公司盈利稳健增长，毛利持续维持高位	8
2. 风电行业长坡厚雪，高空安全设备需求持续走强	8
2.1 风电行业持续高景气	8
2.2 风机大型化+老旧设备技改，高空安全设备需求正旺	12
3. “安全之矛”：先发壁垒和品牌口碑，助力龙头迈向全球	13
3.1 先发优势+资质认证，高筑龙头护城河	13
3.2 品牌口碑卓越，下游客户资源丰富	15
3.3 承接全球性价比，有望迈向全球龙头	16
3.4 募投资金聚焦提升公司全球市场份额	19
4. 盈利预测	19
5. 风险提示	21

## 插图目录

图 1：中际联合发展历程	4
图 2：公司主要业务结构	5
图 3：公司主要产品及介绍	5
图 4：公司高空作业设备应用场景	6
图 5：公司高空作业服务应用场景	6
图 6：公司股权结构	6
图 7：中际联合营收及净利变化情况	8
图 8：中际联合毛利率及净利率变化情况	8
图 9：2010 年中国电力能源结构	9
图 10：2020 年中国电力能源结构	9
图 11：全球风电累计装机量及趋势预测	9
图 12：全球风电新增装机量及趋势预测	9
图 13：2020 年全球风电累计装机量前十国家	10
图 14：2020 年全球风电新增装机量前十国家	10
图 15：我国风电累计并网装机量	10
图 16：我国风电新增吊装装机量	10
图 17：我国海风资源分布图	11
图 18：海上风电新增装机快速增长	11
图 19：风机大型化迭代趋势	12
图 20：金风科技近年销量结构	13
图 21：明阳智能近年销量结构	13

图 22: 我国风电运维后市场 .....	13
图 23: 研发费用及占比 .....	15
图 24: 公司专利授权数量 .....	15
图 25: 公司下游主要客户 .....	16
图 26: 营业收入: 中际联合 VS Avanti .....	17
图 27: EBIT Margin: 中际联合 VS Avanti .....	17
图 28: 公司境外收入及占比 .....	17
图 29: 公司境外市场收入结构 .....	17
图 30: 公司“主动服务模式”架构 .....	18
图 31: 安装及售后服务费用支出 .....	18

## 表格目录

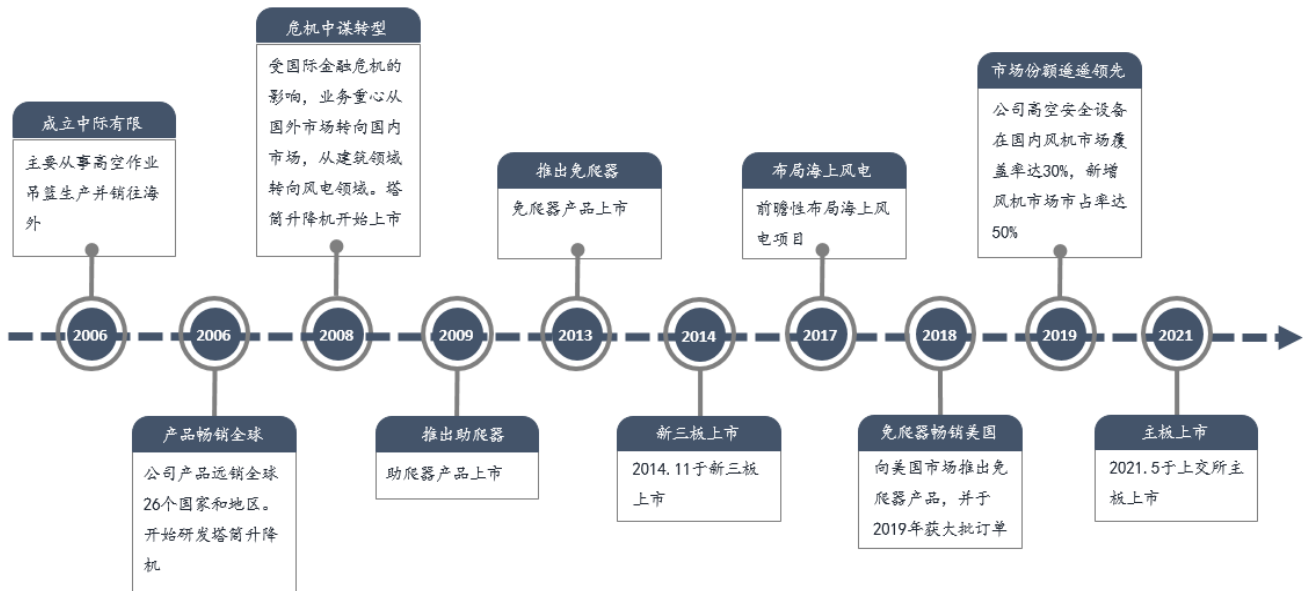
表 1: 中际联合高管履历丰富 .....	7
表 2: 各地海上风电发展规划 .....	11
表 3: 公司全球主要竞争对手 .....	14
表 4: 公司获得的国内和国际资质认证 .....	14
表 5: 公司在国内新增风电市场占有率估算 .....	16
表 6: 公司海外 TOP5 客户 .....	18
表 7: 中际联合 IPO 募投项目 .....	19
表 8: 中际联合收入预测 .....	20

## 1. 聚焦风电领域，成就高空安全设备龙头

### 1.1 审时度势，深耕高空安全设备

**抓住机遇成功转型，成就高空安全设备龙头。**中际联合是国内具有领先优势的高空安全作业设备制造商与高空安全作业解决方案服务商，产品已经应用于 12 个行业，并出口到 45 个国家和地区。公司于 2005 年成立，成立初期主要从事高空作业吊篮的生产并销往海外。2006 年，公司开始着手进行塔筒升降机的研发，布局风电领域。2008 年受全球金融危机的影响，公司成功抓住机遇，将业务重心从海外市场转向国内市场，从建筑领域转向风电领域。此后公司陆续推出了助爬器、免爬器、海上风电用平台吊机和密封型速差器，乘上了风电行业快速发展的东风。

图1：中际联合发展历程

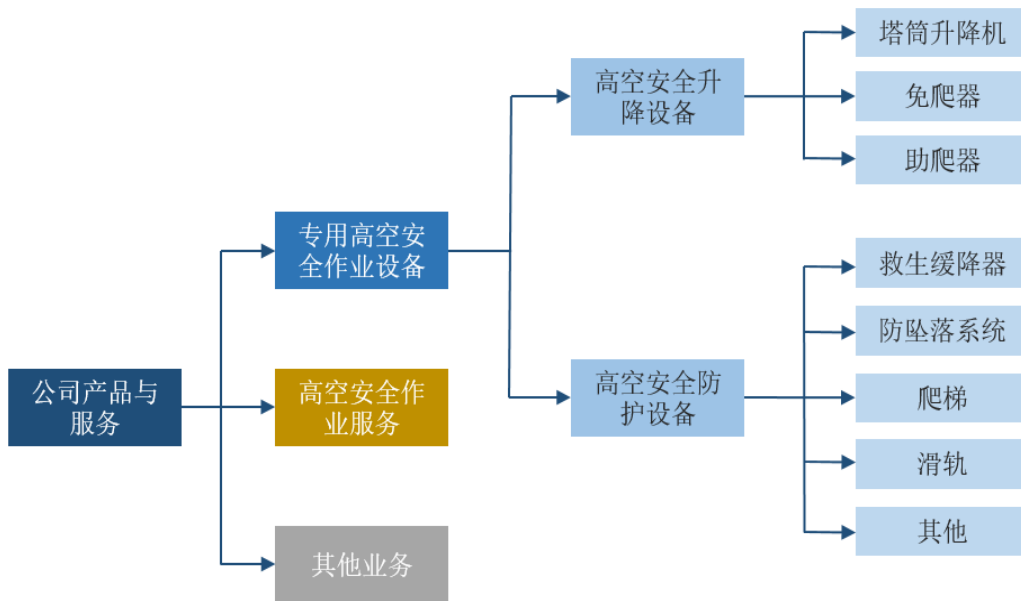


资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

**深耕专用高空安全作业设备，应用场景不断外延。**公司的专用高空安全作业设备是为高空作业尤其是特定环境下高空作业、保障高空作业人员的安全和顺利开展工作的需要而设计和生产的专业化作业设备，主要包括高空安全升降设备和高空安全防护设备。其中高空安全升降设备主要包括塔筒升降机、免爬器、助爬器等。高空安全防护设备主要包括救生缓降器、防坠落系统、爬梯、滑轨等。公司产品现阶段主要应用于风力发电领域，并拓展至电网、通信、火力发电、建筑、桥梁等行业。2018-2020 年公司来自风电领域的收入分别占当期主营业务收入的 99.74%/99.40%/99.95%。

公司在研发、生产和销售专用高空安全作业设备的同时，还提供针对客户的高空设备进行维修、维护、海外产品的安装服务等高空安全作业服务，主要包括风机高空检修维护服务，电网、通信、桥梁、火电厂锅炉、烟囱等的维修和定期维护服务。

图2: 公司主要业务结构



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图3: 公司主要产品及介绍

<p><b>塔筒升降机</b></p>  <p>架设于塔筒内部, 结构紧凑, 占地截面不足1平方米, 可沿梯子或钢丝绳运送作业人员及货物</p>	<p><b>免爬器</b></p>  <p>使用专用导轨, 由下方的驱动部分提供动力, 将作业人员运送至作业位置</p>	<p><b>助爬器</b></p>  <p>由固定部分的驱动电机为作业人员连续提供动力, 可减轻30-50kg负重</p>	
<p><b>防坠落系统</b></p>  <p>安装简便, 当作业人员发生意外坠落时, 通过防坠器的锁扣与安全轨道实现有效锁止</p>	<p><b>救生缓降器</b></p>  <p>设计轻巧, 携带方便, 使高空作业人员从较高位置沿安全绳索缓慢下降</p>	<p><b>爬梯</b></p>  <p>基础攀爬设备, 与塔筒升降机、免爬器、助爬器、防坠路系统等产品配套使用</p>	<p><b>滑轨</b></p>  <p>固定在爬梯上的导轨, 常与塔筒升降机、免爬器、助爬器、轨道式防坠系统配套使用</p>

资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所



图4：公司高空作业设备应用场景



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图5：公司高空作业服务应用场景



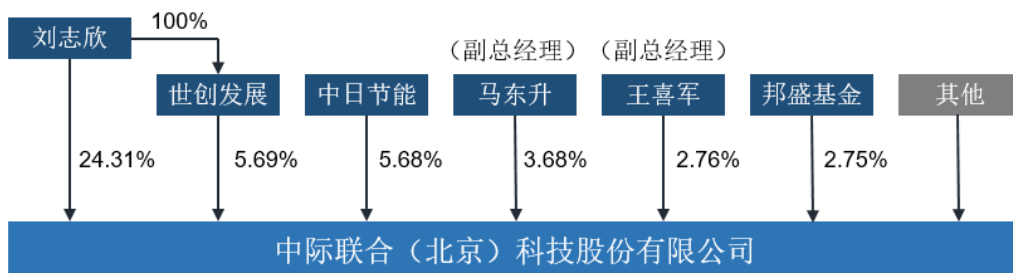
资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

## 1.2 公司股权架构稳定，管理层履历丰富

控制权稳定，实控人参与公司经营。公司实控人为刘志欣先生和于海燕女士，二者为夫妻关系。刘志欣先生直接持股 24.31%，间接持股 5.69%，合计持股 30%，为公司最大股东。此外，公司高管中副总经理马东升持股 3.68%，副总经理王喜军持股 2.76%。前十大股东合计持股 56.57%，其余合计持股 43.43%。除刘志欣、马东升和王喜军外，其他股东均不参与公司经营。

图6：公司股权结构

（董事长、总经理）



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

公司高管稳定，工作经历丰富。公司高管均在中际从业 10 年以上，其中刘志欣、谷雨和张金波自公司成立初期便加入公司。总经理刘志欣，副总经理马东升、王喜军，监事会主席张金波，董事会秘书刘亚锋均是技术出身，说明公司极其重视对技术人员的培养和晋升，是一家以技术和研发起家的实干型公司。

表1：中际联合高管履历丰富

姓名	职务	学历	入职时间	工作经历
刘志欣	董事长、总经理	上海交通大学 本科	2005	曾任首都钢铁公司设计院机械工程师、上海凯特克贸易有限公司销售代表、北京东方氏纬贸易有限公司监事、世创（北京）科技发展有限公司执行董事兼总经理、纸飞机执行董事兼总经理等。2008 年 5 月至 2009 年 9 月任中际有限董事兼总经理，2002 年 6 月至 2012 年 6 月担任北京加汇通业机电技术有限公司监事，2012 年 6 月至今任本公司董事长兼总经理。
马东升	董事、副总经理	内蒙古工学院 本科	2011	曾任首都钢铁公司设计院设计员、北京远东空调通风设备有限公司总经理、世创（北京）科技发展有限公司监事等。2011 年 5 月起就职于中际有限，2012 年 6 月至今历任中际有限董事、本公司董事兼副总经理。
王喜军	董事、副总经理	美国弗吉尼亚理工大学 硕士	2011	曾任青岛啤酒股份有限公司工程师、美国 Scienstry Inc.公司高级工程师、美国 Simplicatic Automation 公司研发部经理等。2011 年 5 月起就职于中际有限，2012 年 6 月至今历任中际有限董事、本公司董事兼副总经理。
谷雨	董事、副总经理	北京大学 本科	2005	曾任北京市嘉诚泰和律师事务所财务主管。2005 年 7 月至 2014 年 3 月任中际有限财务总监，2014 年 4 月至 2018 年 1 月历任中际有限及本公司董事、财务总监兼董事会秘书，2018 年 1 月至 2019 年 5 月担任本公司董事、副总经理兼董事会秘书，2019 年 5 月至今担任本公司董事兼副总经理。
张金波	监事会主席	北京交通大学 本科	2005	曾任沈阳铁路局通辽分局赤峰电务段助理工程师，台湾炜业电子科技有限公司研发工程师，北京宏铁电通科技发展有限公司研发工程师，北京东越泰思特电子技术有限责任公司研发工程师，北京北交致远科技有限公司研发部经理等。2005 年 8 月至今历任公司工程师、监事、监事会主席、审计部经理，现任本公司监事会主席、职工代表监事、总工程师、审计部经理。
刘亚锋	董事会秘书	北京大学 硕士	2006	曾任内蒙古北方重工业集团有限公司自动控制设备厂技术员、科研院所电气设计师等。2006 年 9 月至 2009 年 9 月任中际有限电气工程师，2009 年 10 月至 2019 年 5 月历任中际有限、本公司总经理助理，2014 年 4 月至 2019 年 2 月历任中际有限、本公司监事会主席，2019 年 5 月至今担任本公司董事会秘书。
任慧玲	财务总监	山西财经学院 专科	2011	曾任中信机电制造公司 5419 厂财务处税务会计、山西国美电器有限公司运城分公司财务部总账会计、北京奥安达电梯有限责任公司财务经理等。2011 年至 2018 年 1 月历任中际有限、本公司财务经理，2018 年 1 月至今担任本公司财务总监。

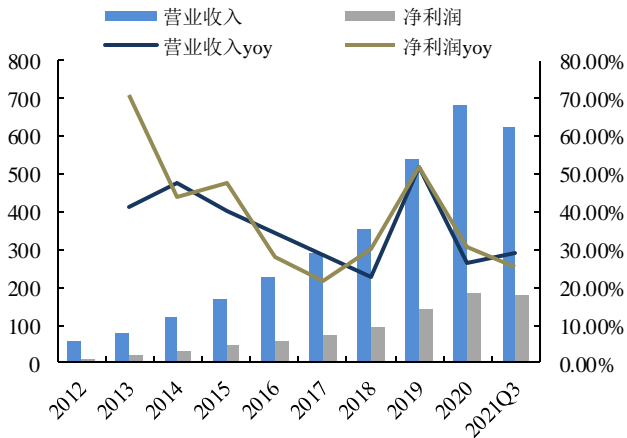
资料来源：公司招股说明书，Wind，东兴证券研究所

### 1.3 公司盈利稳健增长，毛利持续维持高位

公司营收和盈利持续高增长。受益于我国专用高空安全作业设备需求快速放量，从 2012 年起，公司营业收入及归母净利润持续保持高增长，2012-2020 年公司营业收入年均复合增速达 36.22%，归母净利润年均复合增速达 38.77%。根据公司 2021 年三季报披露，公司 2021 年前三季度营业收入 6.24 亿元，同比增长 29.19%，归母净利润 1.8 亿元，同比增长 25.08%。

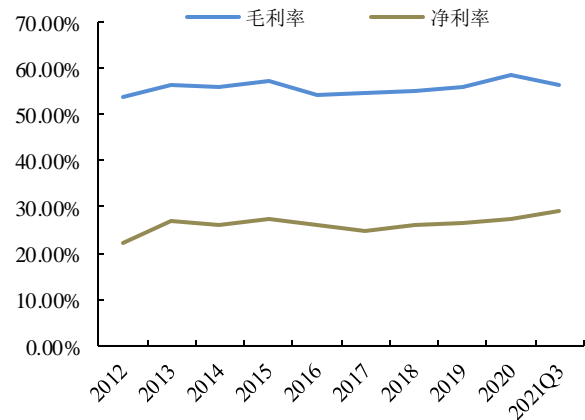
毛利率稳定高位，净利率稳中有升。公司各年毛利率稳定保持在 50% 以上，近三年维持在 55% 以上。公司净利率稳定保持 20% 以上，且呈现出稳中有升的趋势，2021Q3 公司净利率 28.9%，相较于 2020 年增加 1.72pct。

图7：中际联合营收及净利变化情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图8：中际联合毛利率及净利率变化情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 2. 风电行业长坡厚雪，高空安全设备需求持续走强

公司的专用高空安全作业设备在风力发电、电网、通信、火力发电、建筑、桥梁等领域均有应用，但目前风电领域相关业务收入占比超过 90%。因此，下游风电行业的发展情况对专用高空安全作业设备行业的市场需求和供给影响较大。

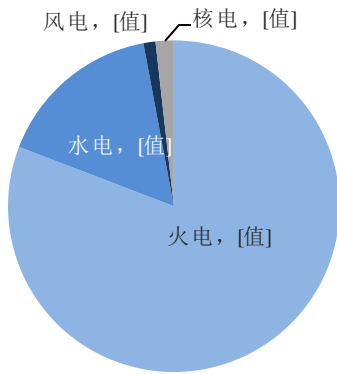
### 2.1 风电行业持续高景气

#### 2.1.1 全球风电强势发展，中国市场独占鳌头

可再生能源发展迎机遇，风电结构占比持续提高。《巴黎协定》吹响了全球低碳发展的号角，《双碳政策》明确了我国绿色能源发展的目标。风力发电是可再生能源领域中技术最成熟、最具规模开发条件和商业化发展前景的发电方式之一，且可利用的风能在全世界范围内分布广泛、储量巨大。另一方面，随着风电相关技术不断更新迭代，设备不断升级，风力发电的平均度电成本从峰值到 2020 年降幅达 50% 以上。目前陆上风电成本仅次于天然气，海上风电成本虽较陆上风电较高，但也进入相近的成本区间并呈现出逐渐下降的趋势。风力发电行业因此迎来了高速发展的机遇期。

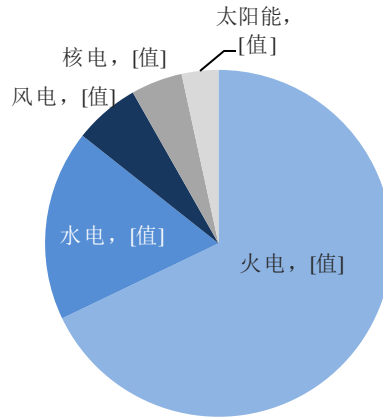


图9: 2010 年中国电力能源结构



资料来源: 中国电力企业联合会《2010年电力工业统计基本数据一览表》, 东兴证券研究所

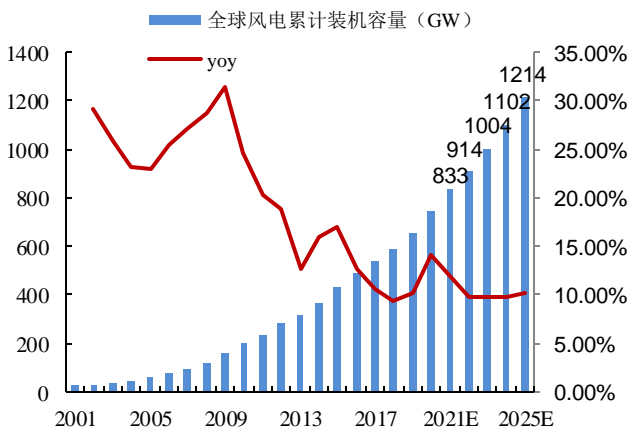
图10: 2020 年中国电力能源结构



资料来源: 中国电力企业联合会《2020年电力工业统计基本数据一览表》, 东兴证券研究所

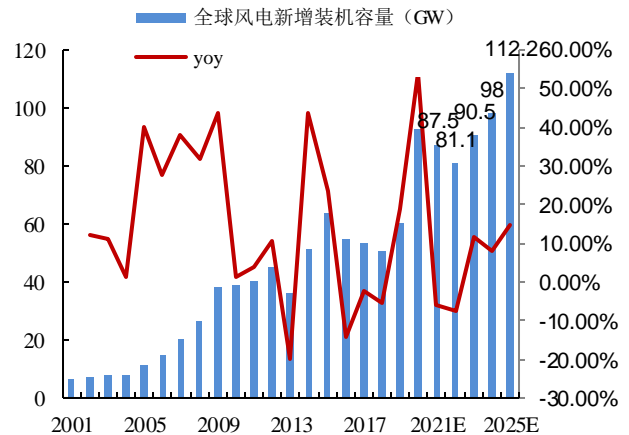
**风电装机量持续高增, 高景气度有望延续。**近二十年来, 全球风电行业发展迅猛。根据 GWEC 统计, 2001 年全球风电累计装机容量 24GW, 截止 2020 年底, 全球风电累计装机容量达 743GW, 规模较 2001 年超 30 倍, 年均复合增长率达 19.80%。根据该机构保守预测, 2021-2025 预计年均复合增速达 9.87%, 风电行业高景气度依旧不减。

图11: 全球风电累计装机容量及趋势预测



资料来源: GWEC, 东兴证券研究所

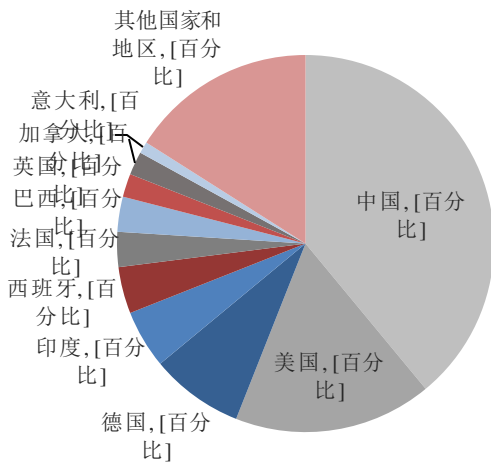
图12: 全球风电新增装机容量及趋势预测



资料来源: GWEC, 东兴证券研究所

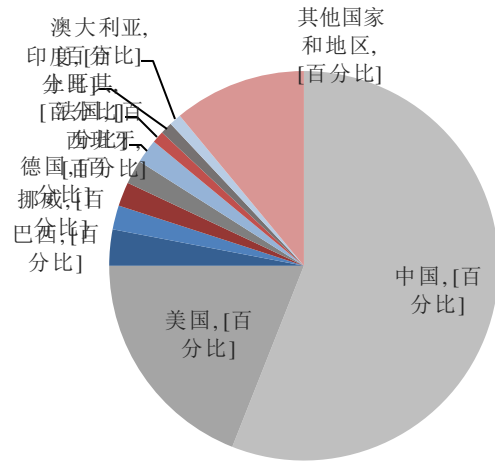
**中国已成为全球规模最大的风电市场。**无论是从累计装机量还是新增装机容量角度来看, 中国都已经成为全球规模最大的风电市场。2020 年我国风电累计装机量占全球总量的 39%, 新增装机容量占全球新增装机量的 56%, 均远远超过第二名美国。

图13：2020 年全球风电累计装机量前十国家



资料来源：GWEC，东兴证券研究所

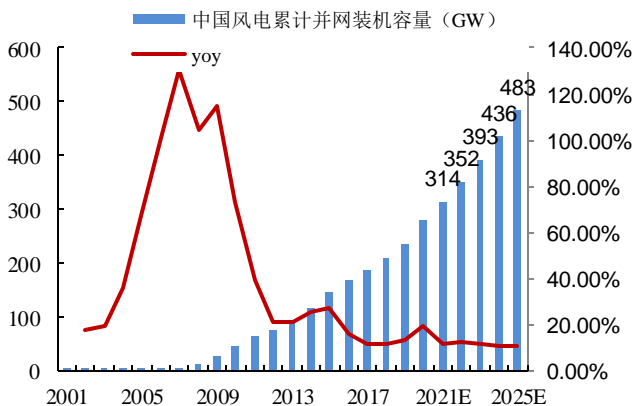
图14：2020 年全球风电新增装机量前十国家



资料来源：GWEC，东兴证券研究所

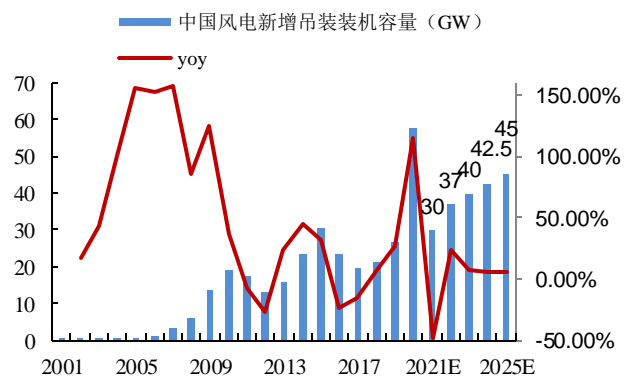
根据 GWEC 统计，2020 年我国累计并网装机容量 281.53GW，相较于 2001 年 0.4GW，增加了 700 多倍，年均复合增速高达 41.21%。2020 年我国新增吊装装机量 57.8GW，相较于 2019 年 26.79GW，同比增加 115.75%。

图15：我国风电累计并网装机量



资料来源：GWEC，东兴证券研究所

图16：我国风电新增吊装装机量

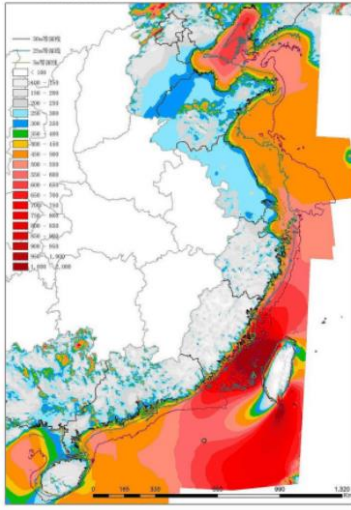


资料来源：GWEC，东兴证券研究所

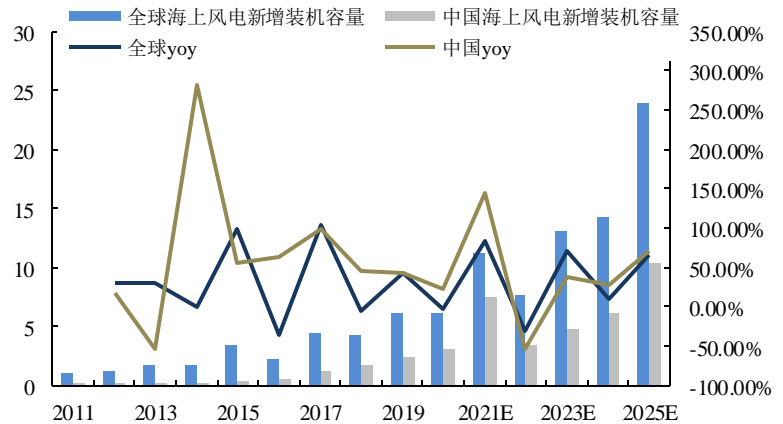
### 2.1.2 海上风电方兴未艾，有望接力高增长

我国海风资源丰富，潜在开发空间巨大。根据国家发改委能源研究所发布的《中国风电发展路线图 2050》披露，台湾海峡是中国近海风能资源最丰富的地区，风能资源等级在 6 级以上；广东、广西、海南近海海域风能资源等级介于 4-6 级，从福建省往北，近海风能资源逐渐减小，至渤海湾有所加强。扣除航道、渔业及强台风超强台风经过 3 次及以上的海域，潜在海风可开发装机规模约 500GW。截止 2020 年，我国海上风电累计装机容量约 13GW，海上风能开发比例不足 3%，未来增长潜力巨大。

海风发电优势明显, 装机量连年高增。海风较陆风更大, 且风垂直切变和湍流强度均较小, 有稳定的主导方向, 年利用小时长。此外, 海上风电不占用土地资源, 且接近东南沿海的高用电负荷省份, 更容易就地消纳。根据 GWEC 统计, 我国 2020 年海上风电新增装机量 3.06GW, 全球占比超过 50%。

**图17: 我国海风资源分布图**


资料来源: 《中国风电发展路线图 2050》, 东兴证券研究所

**图18: 海上风电新增装机快速增长**


资料来源: GWEC, CWEA, 东兴证券研究所

沿海省份政策频出, 助力海上风电高增长。围绕“碳中和碳达峰”的发展战略, 各地方政府积极加快可再生能源发展目标和发展方式的政策出台。其中, 由于东南沿海各省份在发展海上风电方面具有先天的资源禀赋和在用电方面具有迫切的能源需求, 海上风电获得了鲁江浙闽粤琼等省份的大力支持。

**表2: 各地海上风电发展规划**

序号	省份	时间	文件	规划
1	山东	2021.8	《山东省能源发展“十四五”规划》	积极推进风电开发, 以海上风电为主战场, 加快发展海上风电。到 2025 年装机规模达 2500 万千瓦。
		2021.7	《关于促进全省可再生能源高质量发展的意见》	2021 年建成投运 2 个海上风电试点, 实现我省零突破; “十四五”期间, 海风争取启动 1000 万千瓦。
		2020.7	《山东省海上风电发展规划 (2019-2035)》	规划三大基地: 渤中基地 890 万千瓦、半岛北基地 30 万千瓦、半岛南基地 680 万千瓦, 共 41 个风电场。
2	江苏	2021.1	《江苏省“十四五”可再生能源发展专项规划 (征求意见稿)》	到 2025 年底, 全省海上风电并网装机规模达 1400 万千瓦, 力争突破 1500 万千瓦。
3	浙江	2021.6	《浙江省可再生能源发展“十四五规划”》	“十四五”期间, 全省海上风电力争装机 450 万千瓦以上, 累计达到 500 万千瓦以上; 至 2025 年, 累计装机或开工 1041 万千瓦, 新增装机或开工 996 万千瓦。
4	福建	2021.3	《福建省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二零三五远景目标纲要》	建设长乐外海、平海湾、漳浦六鳌等海上风电项目, 深远海海上风电基地示范工程。
5	广东	2021.6	《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》	到 2021 年底, 全省海上风电累计建成投产装机容量达 400 万千瓦; 到 2025 年底, 力争达到 1800 万千瓦。

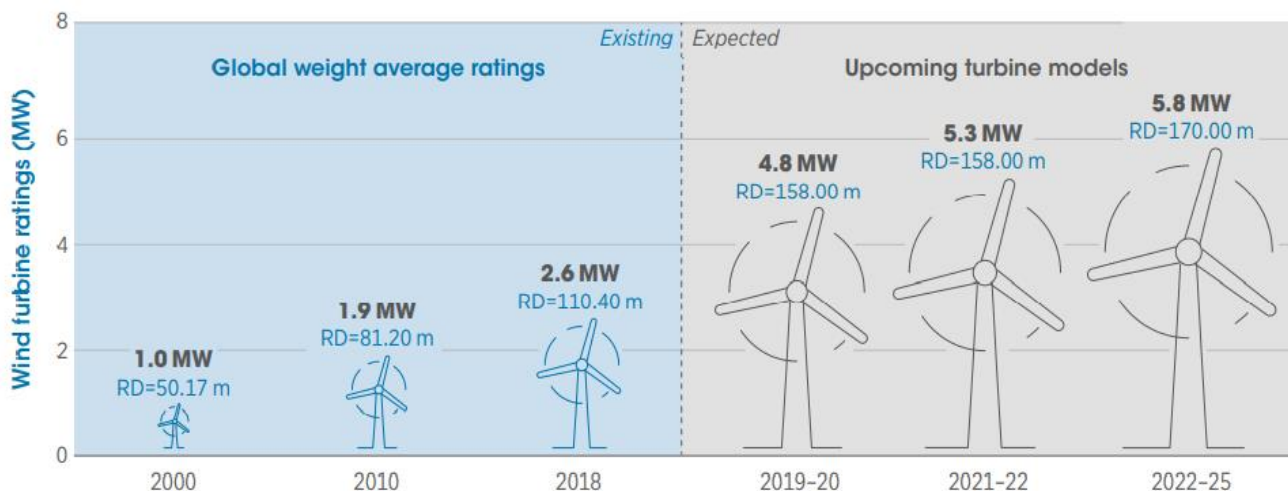
		2018.4	《广东省海上风电发展规划（2017-2030）（修编）》	瓦，在全国率先实现平价并网。争取在“十四五”期间，粤东千万千瓦级海上风电基地开工建设 1200 万千瓦，建成投产 600 万千瓦；粤西千万千瓦级海上风电基地开工建设 1000 万千瓦，建成投产 500 万千瓦。
6	海南	2021.6	《海南省海洋经济发展“十四五”规划》	到 2020 年底，开工建设海上风电装机容量 1200 万千瓦以上，建成投产 200 万千瓦以上；到 2030 年底，建成投产海上风电装机 3000 万千瓦。 在东方西部、文昌东北部、乐东西部、儋州西北部、临高西北部 50 米以内浅海域优选 5 处海上风电示范项目场址，总装机容量 300 万千瓦，2025 年实现投产规模约 120 万千瓦。

资料来源：各省发改委，政府官网，东兴证券研究所

## 2.2 风机大型化+老旧设备技改，高空安全设备需求正旺

**风机大型化趋势加速。**风机大型化可以降低单 GW 铸件消耗量和塔筒配套量，推动风电场配套建设和运维成本的下降。此外，在同等风速情况下，叶片更长、扫风面积更大，发电量也相应增大；塔筒越高、切变值越大，风能利用价值也越高。因此大叶片和高塔筒的应用可有效降低最低风速要求，提升风机利用小时数，增加有效发电量。随着风机塔筒高度的不断提高，高空作业的危险性也随之增加，叠加各项涉及高空安全作业规章制度的趋严以及机器替人降本增效的背景，高空安全设备逐渐成为风机制造商和风力发电企业的标配，市场需求有望持续高增。

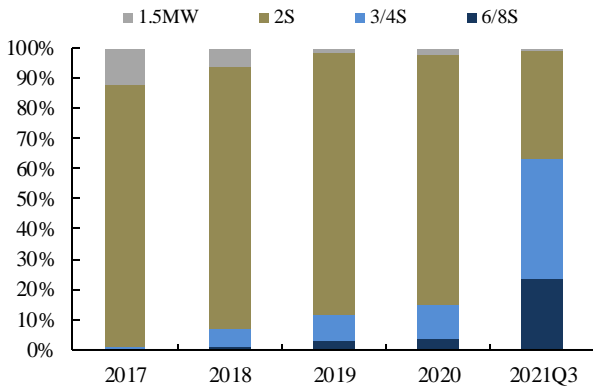
图19：风机大型化迭代趋势



资料来源：IRENA，东兴证券研究所

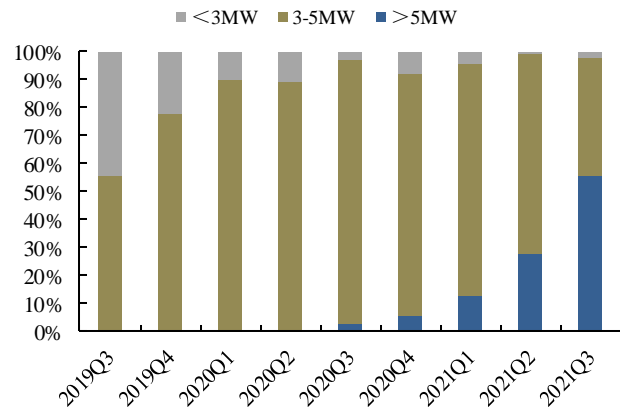
**整机商大功率风机出货占比持续增加，侧面验证大型化趋势。**据金风科技披露，2021 年前三季度，风机销售情况与行业机组大型化趋势一致，3S/4S 平台、6S/8S 平台销售量大幅提升，大功率机组订单占比持续提高。明阳智能 2021 年前三季度业绩也可以看出，5.XMW 及以上机型占比达到 59%，4.XMW 及以上占比达到 64%，风机大型化趋势持续加速。

图20: 金风科技近年销量结构



资料来源: 金风科技, 东兴证券研究所

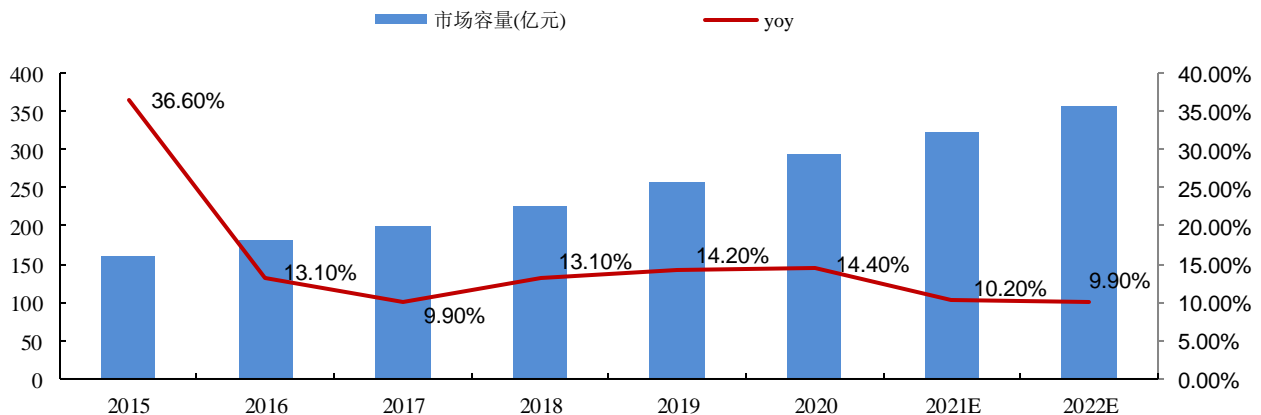
图21: 明阳智能近年销量结构



资料来源: 明阳智能, 东兴证券研究所

**存量市场空间广阔, 技改需求有望贡献业绩。**我国风力发电行业早期, 风机制造商和风力发电企业配备高空安全配套设备比例低。随着企业安全意识的增强和人力成本增加, 我国存量风机市场技改升级需求有望持续增加, 为高空安全作业设备提供成长空间。

图22: 我国风电运维后市场



资料来源: 中国农机工业协会风力机械分会《中国风电后市场发展报告(2019-2020)》, 东兴证券研究所

### 3. “安全之矛”: 先发壁垒和品牌口碑, 助力龙头迈向全球

#### 3.1 先发优势+资质认证, 高筑龙头护城河

**行业特性凸显先发优势高壁垒。**风电机组单机配备的高空安全设备成本占比不超过 1%, 因此高空安全设备下游企业对产品价格敏感性不强, 而高空安全作业设备涉及人身安全, 所以下游企业更加看重安全性和可靠性。企业产品一旦经过质量和资质认证, 进入到客户供应商体系, 就不会被轻易更换。



率先布局，推出国内首款塔筒升降机。中际联合于 2006 年推出国内首款应用于风电领域的塔筒升降机。对标国际竞争对手，美国的 SafeWorks LLC 公司于 1999 年推出其应用于风电领域的首款升降机；丹麦的 Avanti Wind Systems A/S 公司于 2000 年推出其应用于风电领域的首款升降机，并于 2007 年在中国上海设立分公司进军中国市场；法国的 Tractel Group 公司于 2005 年在中国上海成立子公司进入中国市场；德国的 Hailo Wind Systems GmbH & Co. KG 公司于 2015 年成立子公司进入中国市场。中际联合与国际知名高空安全设备制造公司同期发力布局风电领域，在国内具有明显先发优势。

表3：公司全球主要竞争对手

序号	公司	成立时间	国家	业务介绍
1	Avanti Wind Systems A/S	1885	丹麦	主要产品包括升降机、风机塔筒内件。于 2007 年在中国设立翱文狄风电设备制造（上海）有限公司开拓中国业务。
2	Tractel Group	1941	法国	主要从事高空安全作业设备的研发、生产并提供成套高空作业解决方案，同时涉及相关高空作业服务，产品涉及工业、风电、电梯、建筑和电信等诸多领域。风电领域的产品和服务主要有塔筒升降机、助爬器、物料提升机、风电检修平台、防坠设备、救援疏散设备、培训和工程解决方案等。于 2005 年在中国设立上海达克泰机械设备技术有限责任公司开拓中国业务。
3	SafeWorks, LLC	1997	美国	其产品包括叶片接入平台、叶片服务升降机、外塔平台、助爬设备、海上钻井平台接近设备、桥梁接近设备等，主要用于风力发电、火力发电、公共设施、建筑及相关高空作业服务。
4	Hailo Wind Systems GmbH & Co. KG	2013	德国	主要从事高空安全作业设备的研发、生产并提供成套高空作业解决方案，同时涉及相关高空作业服务，产品涉及工业、风电、电梯、建筑和电信等诸多领域。风电领域的产品和服务主要有塔筒升降机、助爬器、物料提升机、风电检修平台、防坠设备、救援疏散设备、培训和工程解决方案等。于 2015 年在中国设立宁波海铨机电设备有限公司开拓中国业务。

资料来源：公司招股说明书，企查查，东兴证券研究所

资质认证齐全，产品出海蓄势待发。高空安全作业设备涉及人身安全，产品资质和认证标准是市场准入的重要先决条件。截止 2020 年 12 月 31 日，公司主要产品已经获得了欧盟、北美、俄罗斯等 65 项国内外资质认证，为公司进一步开拓海外市场打下坚实基础。

表4：公司获得的国内和国际资质认证

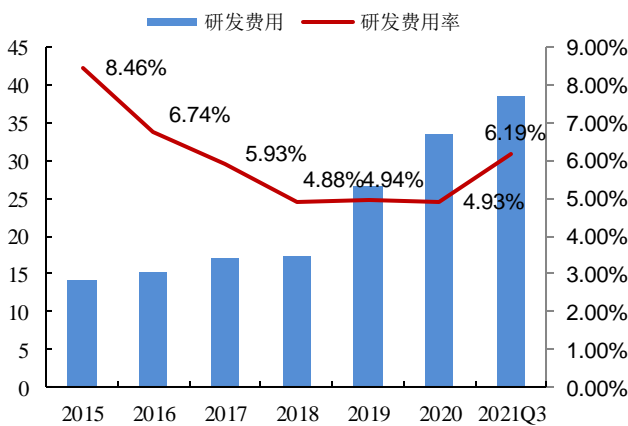
国家	序号	认证名称	产品	认证要求
中国	1	CCC 认证	救生缓降器	强制性产品认证，保护人身安全和国家安全。
	2	中国船级社风电产品认证	免爬器	非强制性产品认证，针对设计、制造、安装、运维等环节的质量和安全管理认证。
	3	CE 认证	所有产品	强制性认证，不危及人类、动物和货物的安全，达到基本安全要求。
欧盟	4	RoHS 认证	塔筒升降机、免爬器、助爬器	强制性认证，规范电子电器产品的材料及工艺标准，使之有利于人体健康及环境保护
	5	REACH 认证	塔筒升降机、免爬器、助爬器	非强制性认证，欧盟对进入其市场的所有化学品的预防性管理认证
	6	RED 认证	免爬器	强制性认证，CE 认证的一种，针对无线发射频率的产品的安全认证

北美	7	ETL 认证	免爬器、助爬器、平台盖板	非强制性认证, 检测和认证产品的安全性, 获得 ETL 认证的产品代表满足北美的强制标准。
	8	UL 认证	免爬器、助爬器、提升机	非强制性认证, 针对产品安全性方面的检测和认证。
	9	CSA 认证	——	非强制性认证, 加拿大非盈利性机构对机械、建材类茶品进行的安全认证。
俄罗斯	10	海关联盟认证	塔筒升降机	强制性认证, 起吊设备必须取得相关认证才能进入海关联盟五国市场。
俄罗斯、白俄罗斯、哈萨克斯坦	11	海关联盟 CU-TR 认证	塔筒升降机、救生缓降器	强制性认证, 产品符合海关联盟技术法规要求。
澳大利亚	12	澳大利亚注册认证	塔筒升降机、免爬器	非强制性认证, 针对产品安全性的认证, 获得认证产品可进入澳洲市场销售。

资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

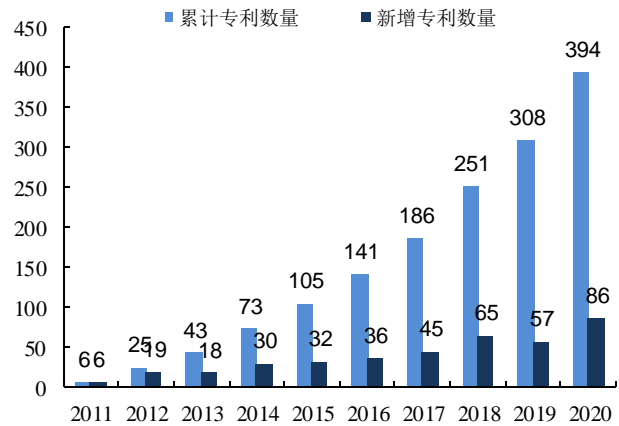
**研发持续高投入, 专利数量遥遥领先。**中际联合是国家级“专精特新”企业, 研发投入是公司可持续发展的重要保障。公司自成立以来一直保持高研发投入占比, 2016-2020 年, 研发费用年均复合增速达 18.78%。截止 2020 年末, 公司累计申请专利 530 项, 其中发明专利 53 项, 累计获得专利授权 394 项 (含 1 项美国发明专利), 形成了明显的技术壁垒, 获得了市场主动权。

图23: 研发费用及占比



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图24: 公司专利授权数量



资料来源: 公司招股说明书东兴证券研究所

### 3.2 品牌口碑卓越, 下游客户资源丰富

**专注打造 3S 品牌, 国内市场占有率遥遥领先。**公司自成立以来, 一直秉承“Safe (使用安全)、Simple (操作简单)、Specialized (制造专业)”的 3S 理念, 使“3S”品牌已经在业内形成较强品牌知名度和市场影响力, 进而转化成较高的市场占有率。根据公司招股说明书披露, 公司 2018-2019 年在国内新增风电市场销售塔筒升降机、免爬器和助爬器数量合计分别为 5368 台和 7373 台。按照 CWEA 编写的《中国风电产业地图》数据显示, 2018-2019 年我国新增风电装机数量分别为 9677 台和 10916 台, 据此测算中际联合 2018-2019 年市场占有率分别为 55.74%和 67.54%。

表5：公司在国内新增风电市场占有率估算

项目	2018	2019
公司新增国内升降机销量（台）	2374	3237
公司新增国内免爬器销量（台）	1580	2555
公司新增国内助爬器销量（台）	1414	1581
<b>合计销量</b>	<b>5368</b>	<b>7373</b>
国内新增风机吊装数量（台）	9677	10916
<b>估算市场占有率</b>	<b>55.47%</b>	<b>67.54%</b>

资料来源：公司招股说明书东兴证券研究所

公司客户粘性高，下游资源丰富。高空安全设备关乎作业人员的生命安全，因此风机制造商和发电企业对其供应商审核非常严格，且不会轻易更换供应商名单。公司依托在高空安全设备方面的技术积累、质量管控和优质服务，于下游客户建立了长期稳定的合作关系，实现了国内 2019 年具有新增装机的全部风机制造商和国内五大电力集团的全覆盖，在全球前 15 大风机制造商中实现 13 家覆盖，并成功应用于国际知名可再生能源发电企业。

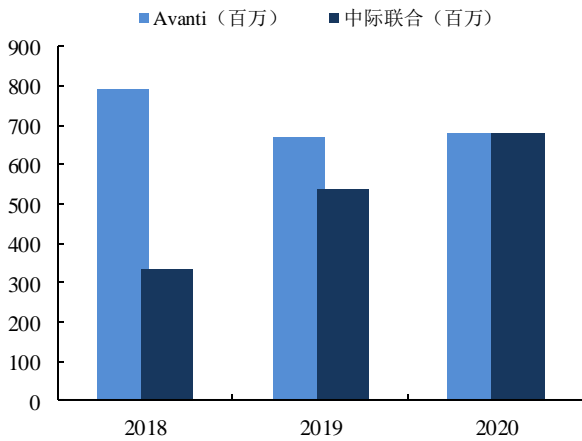
图25：公司下游主要客户



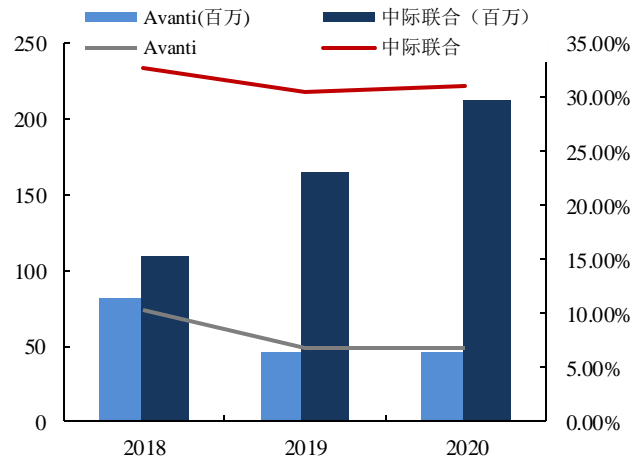
资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

### 3.3 承接全球性价比，有望迈向全球龙头

凭借成本优势，有望承接全球性价比。根据 Alimak 年报披露，风电塔筒升降机国际龙头公司 Avanti 2020 年收入折合人民币约 6.80 亿元，中际联合 2020 年收入为 6.81 亿元，首次超越 Avanti。从 EBIT Margin 角度看，中际联合的成本优势明显，领先 Avanti 超过 20pct，2018-2020 年中际联合的 EBIT 分别是 Avanti 的 1.34 倍、3.55 倍和 4.61 倍，当前公司利润空间明显高于海外同业。在开拓海外客户时，公司可以依托产品的成本优势，获取未来更大的业绩增长空间。

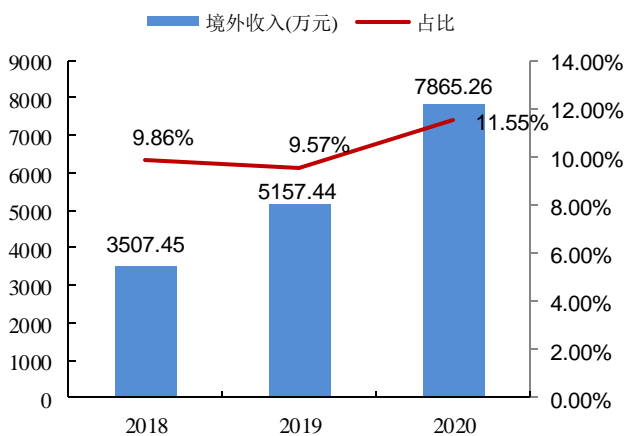
**图26: 营业收入: 中际联合 VS Avanti**


资料来源: 公司招股说明书, Alimak 年报, 东兴证券研究所

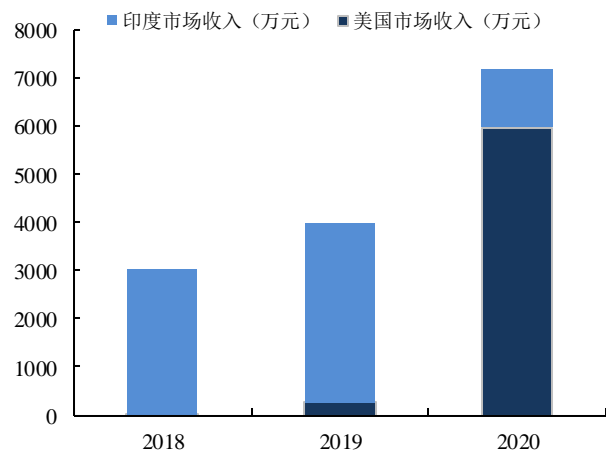
**图27: EBIT Margin: 中际联合 VS Avanti**


资料来源: 公司招股说明书, Alimak 年报, 东兴证券研究所

公司海外业务占比不断提高, 出海成果初现端倪。根据 GWEC 预测, 全球风电行业主要集中在中国、欧美和印度。同样据国际龙头公司 AVANTI2020 年财报披露, 其亦将未来业务重心放在中国和欧美地区市场。在此背景下, 中际联合积极寻求产品出海, 扩大海外市场布局, 近年来国外业务收入稳健增长, 收入占比持续提高, 2017-2020 年公司国外业务收入分别为 3493.69 万元、3507.45 万元、5175.44 万元和 7865.26 万元。公司国外业务目前主要来自印度和美国市场, 近年由于中印关系紧张导致印度市场业务收入有所下滑, 但公司自 2018 年开始积极布局美国市场, 2020 年美国市场销售收入 5961.97 万元, 同比增长 2172.35%, 占公司境外收入的 75.8%。

**图28: 公司境外收入及占比**


资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

**图29: 公司境外市场收入结构**


资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

根据公司招股说明书披露, 公司塔筒升降机海外客户主要有西门子-歌美飒、GE 风能、维斯塔斯等大型风机制造商, 免爬器和助爬器海外客户主要有 Enel Green Power、NextEra Energy、Eversys、Apex Clean Energy 等大型风力发电企业。

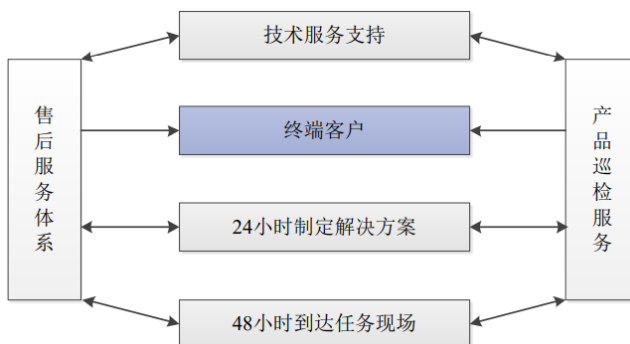
表6：公司海外 TOP5 客户

报告期	序号	客户	销售产品	销售额（万元）	占主营业务收入比例
2020	1	Enel Green Power North America, Inc.	免爬器、助爬器等	2,398.33	3.53%
	2	NextEra Energy, Inc.	助爬器等	1,112.53	1.64%
	3	西门子-歌美飒	塔筒升降机等	789.17	1.16%
	4	Every Services, Inc.	免爬器等	716.86	1.06%
	5	Apex Clean Energy Management, LLC	免爬器等	706.13	1.04%
		合计		<b>5,723.02</b>	<b>8.43%</b>
2019	1	西门子-歌美飒	塔筒升降机等	1,856.27	3.46%
	2	GE 风能	塔筒升降机等	1,312.99	2.45%
	3	苏司兰	免爬器等	706.88	1.32%
	4	维斯塔斯	塔筒升降机等	484.48	0.90%
	5	Consumers Energy Company	免爬器等	233.50	0.43%
		合计		<b>4,594.12</b>	<b>8.56%</b>
2018	1	西门子-歌美飒	塔筒升降机等	1,191.26	3.36%
	2	苏司兰	免爬器等	1,425.97	4.02%
	3	维斯塔斯	塔筒升降机	548.14	1.55%
	4	Intermac Co., Ltd	塔筒升降机等	105.02	0.30%
	5	GE 风能	爬梯等	82.76	0.23%
		合计		<b>3,353.15</b>	<b>9.45%</b>

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

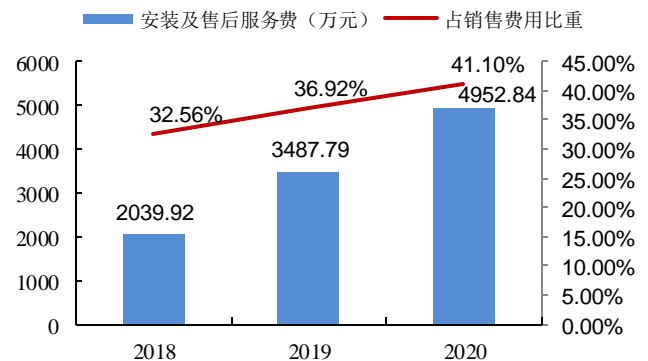
**坚持直销模式，注重售后服务体系建设。**公司主要采用直销的方式进行产品销售，该方式有助于与客户直接建立合作关系，更及时、更全面的了解客户需求和市场状况，增强客户粘性。直销又分为自主开发和居间推广的方式。2018-2020 年采用自主开发方式业务收入占比分别为 80.64%、91.79%和 90.33%。公司在行业内率先采用“主动服务模式”，对塔筒升降机、免爬器和助爬器等产品在质保期内主动提供年检服务。在质保期后，公司可根据客户需要提供持续的售后服务。

图30：公司“主动服务模式”架构



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图31：安装及售后服务费用支出



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所



### 3.4 募投资金聚焦提升公司全球市场份额

募投项目提升公司全球竞争力。公司于 2021 年 5 月上市，拟利用 IPO 提升产能、投建研发设计中心和开拓国内外销售网络。产能的提升有助于公司巩固行业地位，提高市场份额；降低公司生产成本，提高产品质量，提升产品竞争力。建设研发中心有助于提升公司研发实力，更好地满足下游客户定制化需求；丰富公司的产品种类，拓展产品应用领域；提高公司服务能力，实现精准化服务。开拓国内外销售网络有助于提升产品运维能力；扩大公司品牌海外知名度，增强国际竞争力，提升海外市场占有率；扩大公司售后服务能力，增强客户吸引力。

表7：中际联合 IPO 募投项目

序号	项目名称	投资金额（万元）
1	年产 5 万台高空作业安全设备项目（一期）	11200.00
2	建设研发中心项目	12000.00
3	全国营销及售后服务网络建设项目	9800.00
4	美洲营销及售后服务网络建设项目	7000.00
5	补充流动资金	56934.06
	合计	96934.06

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

## 4. 盈利预测

分品类来看，公司各产品单价、销量及应用场景不尽相同，需分开测算。整体而言，经过 2020 年陆上风电抢装潮和 2021 年海上风电抢装潮之后，2022 年业绩将有所放缓，但随着平均度电成本的下降及全球新能源规划的落地，下游风电行业将继续保持高速发展，塔筒升降机、免爬器及各类安全防护设备仍有很大需求空间。

塔筒升降机：主要应用于新增风机上，预计 2021-2023 年增速分别为 23.58%/37.30%/31.91%。

免爬器：新增及存量市场均有需求，预计 2021-2023 年增速分别为 2.82%/2.90%/6.05%。

助爬器：主要用于存量风机技改，预计 2021-2023 年增速分别为 103.79%/35.02%/17.83%。

防坠落系统：预计 2021-2023 年增速分别为 121.55%/47.00%/36.50%。

救生缓降器：预计 2021-2023 年增速分别为 61.60%/41.40%/31.30%。

爬梯：预计 2021-2023 年增速分别为 41.02%/40.00%/30.00%。

滑轨：预计 2021-2023 年增速分别为 81.18%/40.00%/25.00%。

其他主营业务：预计 2021-2023 年增速分别为 50.00%/30.00%/20.00%。

高空安全作业服务：预计 2021-2023 年增速分别为 30.00%/30.00%/25.00%。

其他业务：主要为废品废料处置收入，占比很小，预计 2021-2023 年增速分别为 25.00%/30.00%/25.00%。

表8：中际联合收入预测

产品	项目	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
塔筒升降机	收入（百万）	123.08	171.72	212.66	262.80	360.82	475.95
	yoy	75.40%	39.52%	23.84%	23.58%	37.30%	31.91%
	毛利率	61.61%	61.45%	63.45%	63.50%	63.00%	61.50%
免爬器	收入（百万）	147.06	238.05	211.01	216.96	223.25	236.75
	yoy	8.00%	61.88%	-11.36%	2.82%	2.90%	6.05%
	毛利率	56.23%	55.38%	60.86%	60.50%	60.00%	57.50%
助爬器	收入（百万）	10.72	10.74	30.60	62.37	84.21	99.22
	yoy	-31.10%	0.20%	185.00%	103.79%	35.02%	17.83%
	毛利率	67.70%	62.50%	72.10%	72.00%	70.00%	68.00%
防坠落系统	收入（百万）	9.07	9.42	26.99	59.79	87.90	119.98
	yoy	-1.10%	3.82%	186.47%	121.55%	47.00%	36.50%
	毛利率	60.45%	68.11%	69.98%	70.00%	70.00%	68.00%
救生缓降器	收入（百万）	8.47	18.59	34.21	55.28	78.17	102.64
	yoy	58.00%	119.52%	84.01%	61.60%	41.40%	31.30%
	毛利率	54.63%	55.30%	52.78%	53.00%	54.00%	55.00%
爬梯	收入（百万）	26.73	36.43	63.50	89.55	125.36	162.97
	yoy	17.20%	36.26%	74.30%	41.02%	40.00%	30.00%
	毛利率	25.87%	32.24%	32.10%	32.00%	32.00%	32.00%
滑轨	收入（百万）	9.74	14.92	33.54	60.78	85.09	106.36
	yoy	-16.80%	53.22%	124.81%	81.18%	40.00%	25.00%
	毛利率	43.13%	48.80%	50.93%	50.50%	50.50%	50.00%
其他主营业务	收入（百万）	13.58	27.11	53.51	80.27	104.35	125.22
	yoy	12.20%	99.60%	97.40%	50.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	44.50%	58.20%	59.60%	55.00%	50.00%	45.00%
高空安全作业服务	收入（百万）	6.25	9.98	12.43	16.16	21.01	26.26
	yoy	13.20%	59.53%	24.58%	30.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	19.57%	31.83%	26.47%	27.00%	25.00%	25.00%
其他业务	收入（百万）	0.96	2.11	2.55	3.19	4.15	5.19
	yoy	20.70%	119.82%	20.96%	25.00%	30.00%	25.00%
收入合计		355.67	539.08	681.01	907.14	1174.30	1460.54
收入 yoy		22.91%	51.57%	26.33%	33.21%	29.45%	24.38%

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

**公司盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.45、3.06 和 3.61 亿元，对应 EPS 分别为 2.23、2.78 和 3.28 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 48、39 和 33 倍。看好公司高空安全作业设备进入收获期，首次覆盖给予“推荐”评级。

## 5. 风险提示

风电行业发展不及预期、公司海外业务拓展不及预期、市场竞争加剧、中美关系恶化。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产合计</b>	928	1131	2345	2572	2821	<b>营业收入</b>	539	681	907	1174	1461
货币资金	453	564	635	954	1268	<b>营业成本</b>	238	283	382	506	653
应收账款	203	197	249	338	440	营业税金及附加	5	6	8	11	14
其他应收款	2	3	3	4	6	营业费用	94	121	159	206	256
预付款项	5	6	8	11	15	管理费用	30	40	54	69	82
存货	130	177	209	277	358	财务费用	-6	6	-5	-7	-11
其他流动资产	2	6	11	16	22	研发费用	27	34	54	65	80
<b>非流动资产合计</b>	87	92	92	166	295	资产减值损失	-1.07	-0.02	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	65	67	61	55	91	投资净收益	1.05	2.46	3.00	1.00	2.00
无形资产	14	14	14	13	13	加:其他收益	17.74	22.88	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	0	1	1	1	1	<b>营业利润</b>	164	212	279	347	410
<b>资产总计</b>	1015	1222	2437	2738	3116	营业外收入	0.45	0.60	0.50	0.50	0.50
<b>流动负债合计</b>	233	299	360	422	517	营业外支出	0.34	0.07	0.20	0.20	0.20
短期借款	0	0	17	0	0	<b>利润总额</b>	164	212	279	347	410
应付账款	120	129	157	208	268	所得税	23	27	33	42	49
预收款项	31	0	0	0	0	<b>净利润</b>	142	185	245	306	361
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	6	8	1	1	1	归属母公司净利润	142	185	245	306	361
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>负债合计</b>	239	307	361	423	518	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	51.57%	26.33%	33.21%	29.45%	24.38%
实收资本(或股本)	83	83	110	110	110	营业利润增长	49.81%	28.75%	31.66%	24.51%	18.09%
资本公积	321	321	1263	1263	1263	归属于母公司净利润增长	51.92%	30.57%	32.59%	24.48%	18.07%
未分配利润	321	450	571	720	897	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	776	915	2073	2312	2596	毛利率(%)	55.81%	58.38%	57.90%	56.94%	55.31%
<b>负债和所有者权益</b>	1015	1222	2437	2738	3116	净利率(%)	26.30%	27.18%	27.06%	26.02%	24.70%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
	单位:百万元					总资产净利润率(%)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)					
<b>经营活动现金流</b>	110	183	135	148	185	<b>运营能力</b>					
净利润	142	185	245	306	361	总资产周转率	0.59	0.61	0.50	0.45	0.50
折旧摊销	5.53	6.68	7.10	7.45	10.52	应收账款周转率	3	3	4	4	4
财务费用	-6	6	-5	-7	-11	应付账款周转率	5.21	5.47	6.35	6.44	6.14
应收帐款减少	2	6	-51	-89	-102	<b>每股指标(元)</b>					
预收帐款增加	21	-31	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.72	2.24	2.23	2.78	3.28
<b>投资活动现金流</b>	-12	-7	-1003	242	190	每股净现金流(最新摊薄)	0.85	1.61	0.64	2.90	2.85
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.41	11.10	18.85	21.02	23.60
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
投资收益	1	2	3	1	2	P/E	62.91	48.30	48.49	38.96	32.99
<b>筹资活动现金流</b>	-28	-43	939	-71	-61	P/B	11.50	9.75	5.74	5.15	4.59
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	51.67	37.44	40.29	31.60	26.05
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	0	0	28	0	0						
资本公积增加	0	0	942	0	0						
<b>现金净增加额</b>	70	133	71	319	314						

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，4年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，主要覆盖环保、电新等研究领域，从业期间获得2017年水晶球公募榜入围，2020年wind金牌分析师第5。

## 研究助理简介

### 研究助理：祁岩

北京理工大学硕士，2年汽车行业研究经验。2021年9月加盟东兴证券研究所，负责机械行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300/恒生指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300/恒生指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526