

金风科技 (002202.SZ)

大额减值后轻装上阵，中速永磁产品巩固公司龙头地位

增持

核心观点

全年业绩略低于预期，减值损失影响较大。公司2021实现营收505.7亿元（-10%），归母净利润34.57亿元（+17%），扣非归母净利润29.93亿元（+8%）。公司四季度单季营收170.2亿元（-12%），归母净利润4.44亿元（-50%），扣非归母净利润1.40亿元（-85%）。公司全年业绩略低于市场预期，主要由于第四季度发生11亿元信用和资产减值。

全年实现风机对外销售10.7GW，在手订单高达16.9GW。公司全年实现风机对外销售10.7GW（-17%），其中海上风机1.95GW（+305%），分季度看陆上风机销量逐季度提高，海上风机交付高峰在二三季度。截止2021年底公司在手订单16.9GW，其中公司新产品中速永磁系列订单容量高达4.8GW，公司新产品已快速获得市场认可。

海上风机盈利能力大幅增长，中速永磁产品成本优势凸显。经历2020年陆上风电抢装后，2021年公司陆上主力机型单位毛利回归正常水平，2S和3S/4S机型分别为439元/kW（+0%）和387元/kW（-33%），海上风机单位毛利达到1741元/kW（+41%），充分受益于海上风电抢装潮。2021年公司中速永磁产品售价为1939元/kW，显著低于公司其他产品，预计随着产品线的完善和成熟成本仍有较大下降空间。

电站权益装机超6GW，后服务业务提振风电服务板块毛利率。截止2021年底公司风电场权益装机容量达6.07GW（+11%），全年发电收入53.3亿元（+33%），在建权益装机容量2.6GW。2021年公司大力推动风电服务业务转型，由运行维护向资产管理转变，缩减海外EPC业务体量，加大后服务业务投入，后服务在运容量达23GW，贡献收入19.7亿元（+21%），提振服务板块毛利率达到12%（+15pct）。

风险提示：公司风机新增订单容量不及预期；电站开发进度较慢；外汇敞口形成减值风险；海外疫情对国际业务造成负面影响。

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。

公司在风电整机领域具有深厚的技术积淀与人才储备，庞大的权益电站装机规模为公司业绩提供长足动力，风电服务业务重心的变化有望给公司带来新的动能。我们上调原有盈利预测，预计2022-2024年归母净利润40.45/52.25/61.68亿元（原预测2022/2023年为40.30/45.31亿元），同比增速分别为17.0%/29.2%/18.0%，摊薄EPS分别为0.96/1.24/1.46元，当前股价对应PE分别为13.5/10.5/8.9倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	56,265	50,571	48,783	53,924	66,242
(+/-%)	47.1%	-10.1%	-3.5%	10.5%	22.8%
净利润(百万元)	2964	3457	4045	5225	6168
(+/-%)	34.1%	16.7%	17.0%	29.2%	18.0%
每股收益(元)	0.70	0.82	0.96	1.24	1.46
EBIT Margin	5.0%	9.3%	7.1%	10.2%	10.3%
净资产收益率 (ROE)	8.5%	9.5%	10.2%	11.9%	12.6%
市盈率 (PE)	18.5	15.8	13.5	10.5	8.9
EV/EBITDA	27.6	20.0	19.3	15.1	14.2
市净率 (PB)	1.56	1.50	1.38	1.24	1.11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·风电设备

证券分析师：王蔚祺 **联系人：王晓声**
 010-88005313 010-88005231
 wangweiqi2@guosen.com.cn wangxiaosheng@guosen.com.cn
 S0980520080003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	12.95元
总市值/流通市值	54714/53963百万元
52周最高价/最低价	20.95/11.30元
近3个月日均成交额	759.25百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《金风科技-002202-2021年半年报点评：风机降本结构优化，盈利大幅改善》——2021-08-23
 《金风科技-002202-2021年一季度点评：业绩符合预期，海上风机销量有待年内提升》——2021-04-28
 《金风科技-002202-2020年年报点评：风机毛利率继续上行，两海业务驱动增长》——2021-03-31
 《金风科技-002202-2020年三季度报告点评：毛利率触底反弹，主营业务高速增长》——2020-10-30
 《金风科技-002202-2020年半年报点评：海外大额亏损不掩风机盈利提升，下半年业绩弹性可期》——2020-08-31

全年业绩略低于预期，信用与资产减值损失影响较大。公司 2021 年实现营收 505.7 亿元（-10.12%），实现归母净利润 34.57 亿元（+16.65%），扣非归母净利润 29.93 亿元（+8.33%），全年加权平均 ROE 为 10.72%（+1.21pct.）。公司四季度单季实现营收 170.2 亿元（同比-11.51%，环比+8.77%），实现归母净利润 4.44 亿元（同比-50.34%，环比-61.9%），扣非归母净利润 1.40 亿元（同比-84.52%，环比-87.6%）。公司全年计提资产减值损失 11.15 亿元，计提信用减值损失 6.43 亿元，减少全年归母净利润 14.51 亿元，全年业绩略低于预期。

图1：金风科技营业收入及增速（单位：百万元、%）



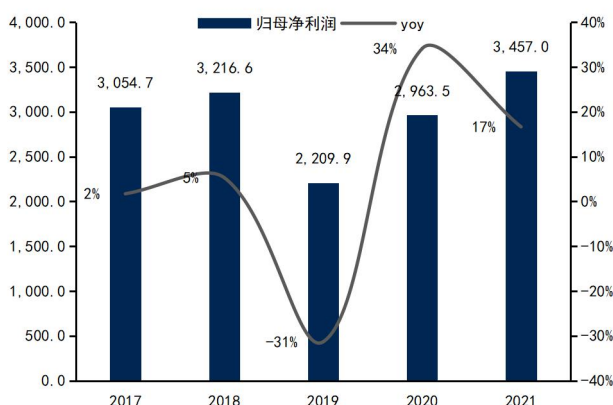
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：金风科技单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



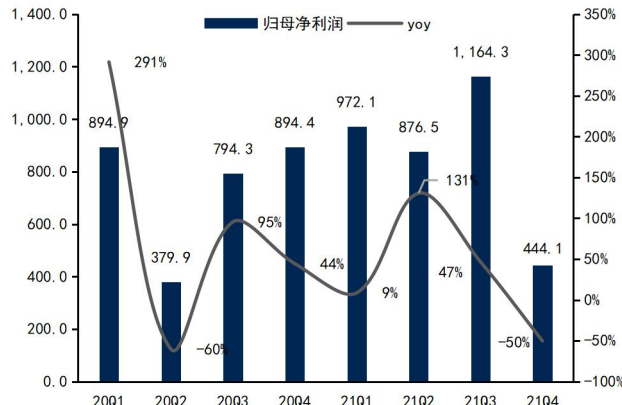
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：金风科技归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：金风科技单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



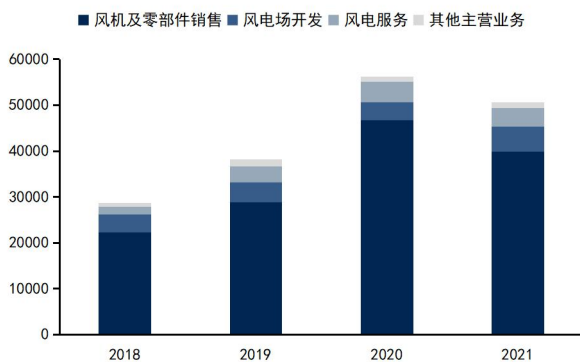
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

减值损失符合行业变化，助力公司轻装上阵。资产减值中存货跌价及合同履约成本减值损失 1.19 亿元，无形资产减值损失 2.88 亿元，开发支出减值损失 3.25 亿元，商誉减值损失 1.76 亿元。2021 年风电行业机组大型化进度远超以往水平，此外公司技术路线发生了从直驱到直驱+中速永磁双轮驱动的变化，因此对于相关技术和产品进行了减值计提。信用减值中应收账款信用减值损失 5.53 亿元，主要系下游客户发生重大财务困难所致。基于上述原因，2021 年减值计提具有一定的特殊性，将有助于公司轻装上阵。分季度看，全年减值大部分在四季度完成计提。

风机销售收入随陆上风电抢装结束有所下降，其他业务维持稳健。分板块看，公司风机及零部件销售业务全年实现营收 399.32 亿元（-14.4%），毛利率为 17.71%

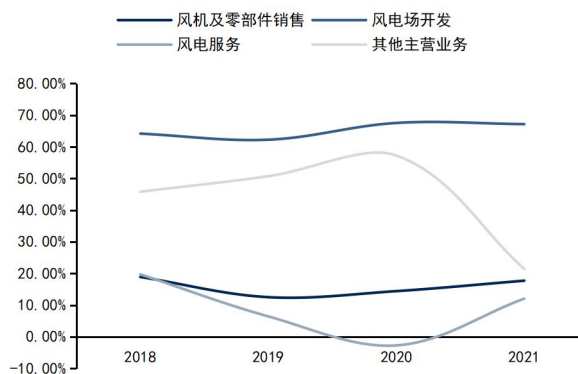
(+3.3pct.)，风电服务业务全年实现营收 40.82 亿元 (-7.93%)，由于 2021 年公司缩减海外风电 EPC 业务毛利率修复至 12.04% (+14.78pct.)，风电场开发业务全年实现营收 53.27 亿元 (+32.56%)，毛利率为 67.17% (-0.37pct.)，其他业务（水务、融资租赁、投资等）实现营收 12.29 亿元 (+6.53%)，毛利率为 21.44% (-35.81pct.)。

图5：金风科技营业收入构成情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

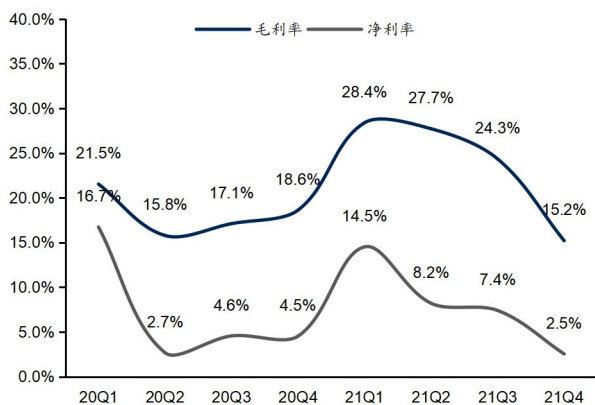
图6：金风科技分板块毛利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

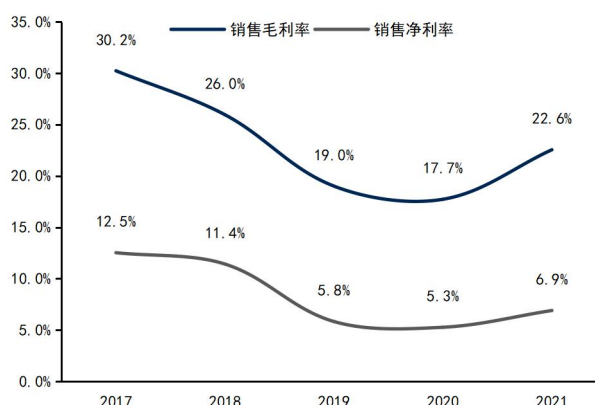
风机机型销售比例变化造成毛利率波动，高度重视研发投入。2021 年全年公司销售毛利率为 22.6%，同比提高 4.9pct.，主要系风机成本下降以及海上风电抢装交付所致，销售净利率为 6.9%，同比提高 1.6pct.。分季度看，公司全年销售毛利率呈下行趋势，主要系高毛利率的 6S/8S 海上风电机组销售占比变化所致，销售净利率波动主要系各季度费用率波动及四季度单季度大额减值计提所致。公司全年费用率维持往年水平，由于 2021 年公司积极应对机组大型化趋势并开展中速永磁系列产品研发，全年研发费用达 15.84 亿元，同比增长 7.2%。

图7：金风科技分季度销售毛利率、净利率变化情况（单位：%）

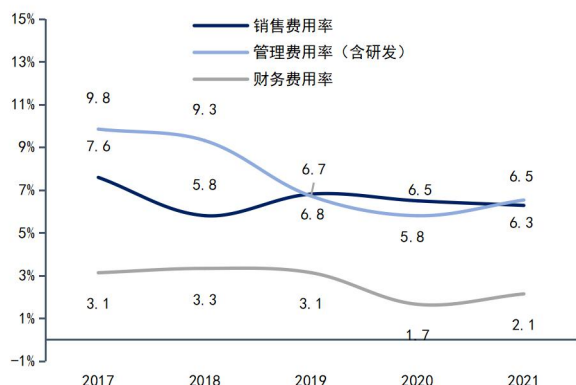


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：金风科技年度销售毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：金风科技三项费用率变化情况（单位：%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：金风科技分季度资产/信用减值情况（单位：百万元）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

全年实现风机外销 10.7GW，在手订单高达 16.9GW。公司全年风机对外销售容量 10.68GW（同比-17.39%），其中陆上风机 8.73GW（同比-29.9%），海上风机 1.95GW（同比+305%），陆上风电抢装结束造成风机销售容量的正常下降，海上风电抢装潮促使风机销售容量大幅提升。分机型看，1.5MW 机型销量 0.06GW（-80.1%），2S 机型销量 4.11GW（-61.6%），3S/4S 机型销量 4.45GW（+210.3%），6S/8S 机型销量 1.95GW（+305.01%），中速永磁（MSPM）机型销量 108.5MW，实现突破。分季度看，公司销售容量分别为 1.09GW、1.88GW、3.38GW 和 4.34GW，其中陆上风机销量分别为 0.9GW、1.27GW、2.69GW 和 3.88GW，逐季度上升符合行业特征，海上风机销量分别为 0.19GW、0.61GW、0.69GW 和 0.46GW，海上风机交付集中在第二和第三季度。公司全年新增外部订单高达 13.16GW，分季度新增订单分别为 1.19GW、2.41GW、3.44GW 和 6.11GW。截止 2021 年底公司在手外部订单 16.9GW，其中 MSPM 在手订单高达 4.82GW，可见公司新产品已快速获得市场认可。

表1：金风科技分产品销售和盈利情况

销售均价（元/kW）	2019	2020	2021	2021 yoy
MSPM	-	-	1939	-
6S/8S	5861	6116	6224	2%
3S/4S	3689	4108	2938	-28%
2S	3189	3190	3219	1%
1.5MW	3698	3189	4250	33%
毛利率				
MSPM	-	-	7.3%	-
6S/8S	15.8%	20.2%	28.0%	7.8%
3S/4S	14.0%	14.1%	13.2%	-0.9%
2S	11.6%	13.9%	13.7%	-0.2%
1.5MW	26.0%	26.2%	22.6%	-3.6%
营业成本（元/kW）				
MSPM	-	-	1799	-
6S/8S	4936	4883	4483	-8%
3S/4S	3173	3528	2551	-28%
2S	2820	2748	2780	1%
1.5MW	2737	2354	3291	40%
单位毛利（元/kW）				
MSPM	-	-	140	-
6S/8S	925	1233	1741	41%
3S/4S	516	580	387	-33%
2S	369	442	439	0%
1.5MW	961	835	959	15%

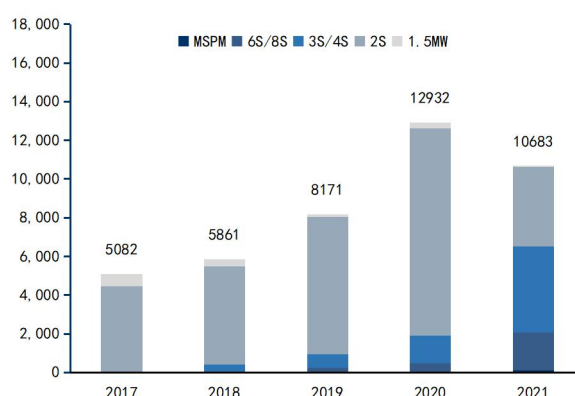
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11: 金风科技风机销售与订单情况 (单位: GW)



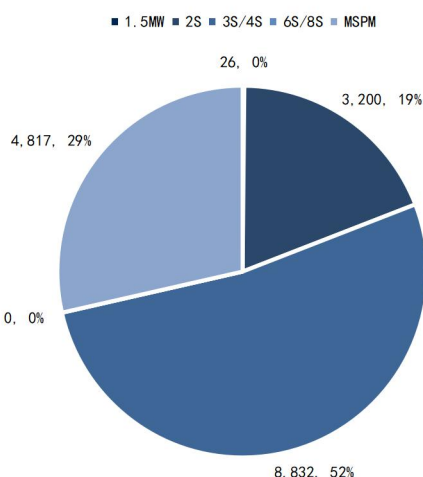
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 金风科技历年对外分机型销售容量情况 (单位: MW)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 截止 2021 年底公司在手订单结构情况 (单位: MW、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

陆上主力机型单位毛利有所下降, 海上风机单位毛利大幅增长。经过 2020 年陆上风电抢装后, 2021 年公司 2S、3S/4S 销售均价分别为 3219 元/kW 和 2938 元/kW, 同比分别增长 1% 和下降 28%, 对应单位毛利分别为 439 元/kW 和 387 元/kW, 同比分别持平和下降 33%, 陆上风机单位毛利回归正常水平。2021 年公司海上风机 (6S/8S) 销售单价达到 6224 元/kW, 同比增长 2%, 单位毛利达到 1741 元/kW, 同比增长 41%, 充分享受海上风电抢装红利。根据 6S/8S 成本可以看出海上风电机组成本下降速度较快。公司 2021 年新推出的中速永磁 (MSPM) 产品销售均价为 1939 元/kW, 显著低于公司其他产品水平, 单位毛利为 140 元/kW, 预计随着公司 MSPM 产品线的不断完善和成熟, 成本有较大下降空间。

风电场权益装机容量超 6GW, 风电服务业务结构变化提振毛利率。公司全年实现发电收入 53.3 亿元 (+32.56%), 转让风电场项目股权投资收益为 9.49 亿元。2021 年公司新增权益并网容量 1.41GW, 转让权益并网容量 0.83GW, 截止 2021 年底公司风电场权益装机规模达到 6.07GW (+10.59%), 在建权益装机容量 2.59GW。地

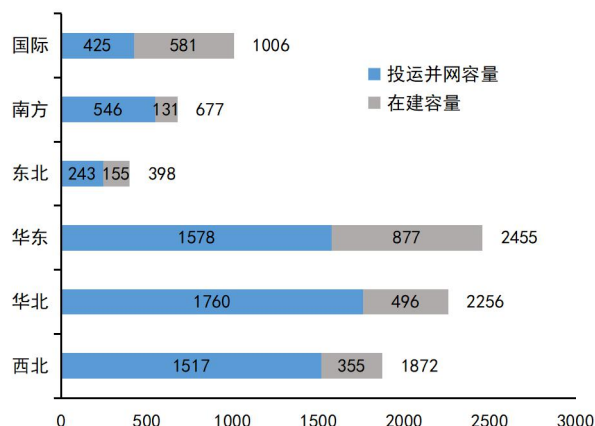
区分布方面，公司在运电站主要集中在华东、华北和西北地区，在建电站主要集中在华东、海外和华北地区。2021 年公司大力推动风电服务业务转型，由运行维护向资产管理转变，以安全高效、应发尽发、价值最大为主张，为客户及行业提供存量资产规模化、高质量发展的解决方案，2021 年底公司对外风电场资产管理服务规模达到 7.69GW，后服务业务在运容量 23.14GW，贡献收入 19.67 亿元，同比增长 21.09%。同时公司减少了海外风电场 EPC 业务的投入，使得风电服务板块结构得到优化，全年毛利率达到 12.04%，同比增长 14.78pct.。

图 14: 公司新增/累计权益风电装机容量 (单位: MW)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

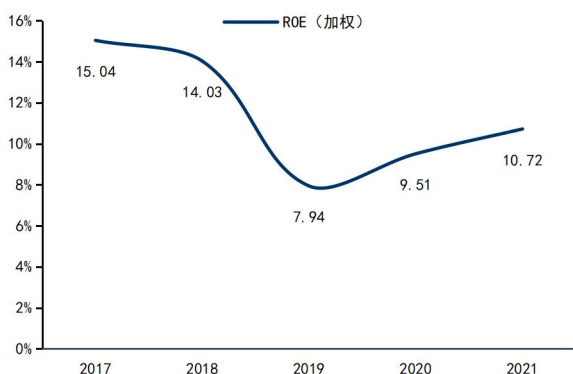
图 15: 公司分地区风电场投运与在建容量 (单位: MW)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

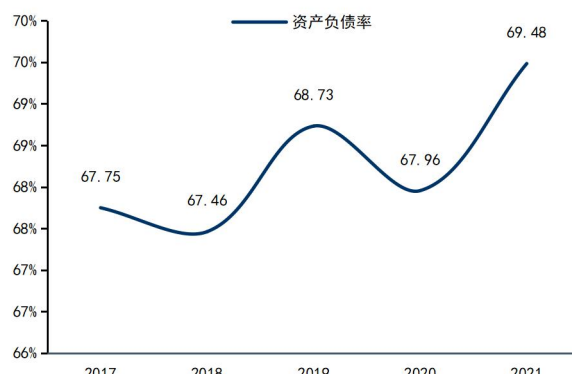
公司账面现金充足，应收账款周转率有所下降。2021 年公司加权平均 ROE 为 10.72%，同比增长 1.21pct 资产负债率为 69.48%，同比增长 1.52pct.，维持在较好水平。全年经营活动现金净流量为 48.87 亿元，其中四季度单季度净现金流为 71.16 亿元，截止 2021 年底公司现金余额 81.4 亿元，同比增长 5.6%。2021 年公司存货周转天数 48 天，同比有所改善，应收账款周转天数由于下游客户存在部分财务困难的情况因此由 2020 年的 116 天提高至 2021 年的 158 天。分季度看，存货与应收账款周转率逐季度提高，整体符合行业特征。

图 16: 金风科技加权平均净资产收益率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 金风科技资产负债率变化情况 (单位: %)



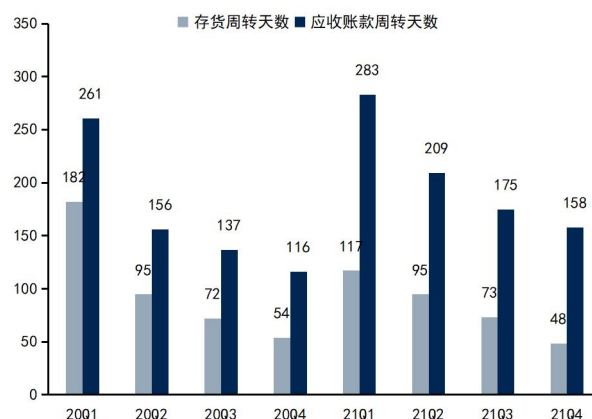
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 金风科技经营性现金流情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

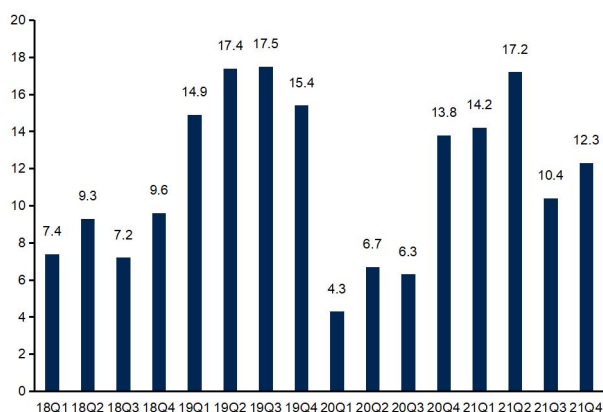
图19: 金风科技主要流动资产周转情况 (单位: 天)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

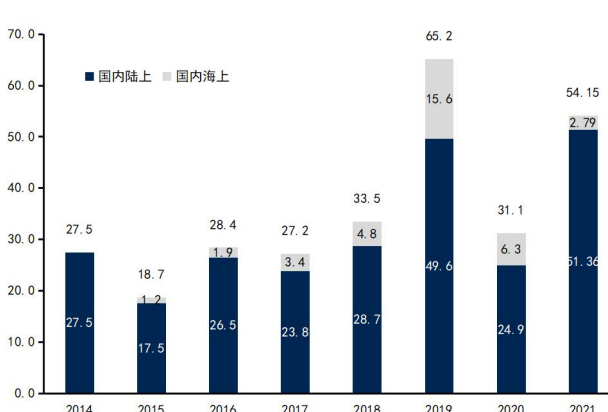
行业招标容量维持高景气, 招标价格短期压力较大。根据公司统计, 2021 年全国风电公开招标容量达 54.15GW, 其中陆上风电招标容量 51.36GW, 创历史新高, 海上风电招标容量 2.79GW, 海风抢装年份招标不弱, 2021 年下半年平价海风项目陆续启动前期工作。分季度看, 2021 年四季度公开招标容量 12.2GW, 环比增长 18.3%, 根据目前已经统计到的招标信息, 预计 2022 年一季度公开招标量环比将保持增长态势, 预计 2022 年全年公开招标容量有望突破 60GW。价格方面, 根据公司统计数据, 3S、4S 机型价格在 2021 年底触底回升, 12 月招标均价分别为 2798 元/kW 和 2359 元/kW。进入 2022 年以来, 一方面陆上风机投标主流单机容量已达到 6MW 以上, 带动风机单位成本进一步下降, 另一方面部分企业订单与排产不饱满造成短期低价拿单诉求较强, 两方面因素造成风机报价短期压力较大; 预计随着风机企业订单和排产的逐渐饱满和原材料价格的传导压力反馈, 风机投标价格有望企稳回升。

图20: 分季度国内风机公开招标容量 (单位: GW)



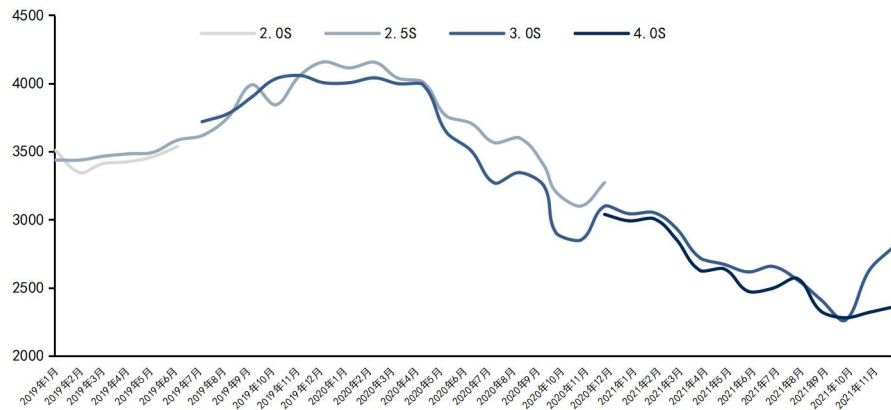
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图21: 行业年度风机公开招标容量 (单位: GW)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 22: 国内风电公开招标月度均价情况 (单位: 元/kW)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

风机销量预计稳健增长, 电站与后市场服务有望贡献业绩增量。我们预计 2022-2024 年公司风电机组对外销售容量分别达到 14GW、16GW 和 18GW, 其中海上风电机组销售容量分别为 1GW、2GW 和 3GW。陆上风机销售价格会随着技术进步和产业链成熟逐渐下降, 预计 2022-2024 年销售均价分别为 2300、1950 和 1800 元/kW, 海上风机销售价格受益于机组大型化有望进一步下降, 预计 2022-2024 年销售均价分别为 3700/2800 和 2600 元/kW。预计未来几年公司风电场权益装机容量将保持稳健增长, 预计 2022-2024 年权益装机分别达到 5.62GW、6.62GW 和 8.12GW。风电服务业务预计受后市场服务业务拉动显著增长, 预计 2024 年营收有望达到 200 亿元。

表 2: 金风科技主营业务拆分与预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
核心假设					
风机销售总容量 (MW)	12,932	10,683	14,000	16,000	18,000
陆上风机销量 (MW)	12,450	8,732	13,000	14,000	15,000
海上风机销量 (MW)	482	1,951	1,000	2,000	3,000
陆上风机均价 (元/kW)	3,296	3,450	2,300	1,950	1,800
海上风机均价 (元/kW)	6,116	6,297	3,700	2,800	2,600
发电权益装机容量 (MW)	4,657	5,240	5,616	6,616	8,116
自营风场利用小时数 (h)	2,256	2,546	2,256	2,300	2,400
营业总收入 (百万元)					
风机与零部件制造	49,337	39,932	36,301	35,601	37,501
风电服务	4,434	4,082	6,123	11,000	20,000
风电场开发	4,019	5,327	5,068	5,968	7,318
水务&融资租赁&投资	1,154	1,229	1,290	1,355	1,423
毛利率					
风机与零部件制造	17.7%	22.6%	19.8%	21.1%	19.7%
风电服务	14.4%	17.7%	15.5%	18.0%	18.0%
风电场开发	-2.8%	12.0%	10.0%	9.0%	7.0%
水务&融资租赁&投资	62.3%	67.2%	62.0%	63.0%	63.0%
	50.7%	21.4%	21.0%	21.0%	21.0%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理与预测

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。

公司在风电整机领域具有深厚的技术积淀与人才储备，庞大的权益电站装机规模为公司业绩提供长足动力，风电服务业务重心的变化有望给公司带来新的动能。我们上调原有盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 40.45/52.25/61.68 亿元（原预测 2022/2023 年为 40.30/45.31 亿元），同比增速分别为 17.0%/29.2%/18.0%，摊薄 EPS 分别为 0.96/1.24/1.46 元，当前股价对应 PE 分别为 13.5/10.5/8.9 倍，维持“增持”评级。

表3：可比公司估值表（2022 年 3 月 29 日）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
601615	明阳智能	21.75	458	0.70	1.36	1.65	1.71	31.1	16.0	13.2	12.7	9.3%	1.3	增持
300772	运达股份	32.00	108	0.59	1.44	2.07	2.27	54.2	22.2	15.5	14.1	9.7%	0.9	买入
002202	金风科技	12.95	547	0.70	0.82	0.96	1.24	18.5	15.8	13.5	10.5	8.7%	0.7	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	8274	8577	9515	7753	9771	营业收入	56265	50571	48783	53924	66242
应收款项	20816	23585	12029	19206	23593	营业成本	46289	39165	39131	42482	53183
存货净额	5718	4818	6683	7387	9074	营业税金及附加	225	229	171	189	232
其他流动资产	5903	6972	5478	5947	7446	销售费用	3651	3174	2904	2848	3000
流动资产合计	44038	47936	37339	44147	54459	管理费用	1782	1717	1851	1932	2018
固定资产	33380	36958	37374	41575	48386	研发费用	1478	1584	1500	1200	1200
无形资产及其他	4078	5483	5264	5045	4825	财务费用	929	1081	1111	1110	1360
投资性房地产	21239	23080	19513	21570	26497	投资收益	1685	1983	2200	1500	1500
长期股权投资	6403	5903	5903	5903	5903	资产减值及公允价值变动	(575)	(1758)	0	0	0
资产总计	109138	119360	105393	118238	140070	其他收入	830	2243	489	439	449
短期借款及交易性金融负债	5616	4285	1000	1000	1000	营业利润	3275	4332	4805	6102	7198
应付款项	28610	31876	16920	18380	23183	营业外净收支	(2)	7	0	0	0
其他流动负债	5238	7613	7355	7924	9823	利润总额	3274	4339	4805	6102	7198
流动负债合计	47845	49886	31129	33776	41955	所得税费用	308	848	807	938	1102
长期借款及应付债券	18038	24374	26774	32374	40374	少数股东损益	2	35	(48)	(61)	(72)
其他长期负债	8282	8677	7773	8030	8646	归属于母公司净利润	2964	3457	4045	5225	6168
长期负债合计	26320	33051	34546	40403	49019	现金流量表（百万元）					
负债合计	74165	82937	65675	74179	90974	净利润	2964	3457	4045	5225	6168
少数股东权益	805	882	822	748	661	资产减值准备	276	472	0	0	0
股东权益	34168	35542	38896	43312	48434	折旧摊销	1837	2194	2803	3018	3408
负债和股东权益总计	109138	119360	105393	118238	140070	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	929	1081	1111	1110	1360
每股收益	0.70	0.82	0.96	1.24	1.46	营运资本变动	4097	70	(3937)	(5924)	(115)
每股红利	0.25	0.16	0.19	0.25	0.29	其它	(3796)	(1306)	(2041)	(194)	404
每股净资产	8.28	8.62	9.40	10.43	11.62	经营活动现金流	5377	4887	870	2126	9865
ROIC	8%	9%	7%	9%	9%	资本开支	(7661)	(10689)	(3000)	(7000)	(10000)
ROE	8%	9%	10%	12%	13%	其它投资现金流	1941	2816	5767	(557)	(3427)
毛利率	18%	23%	20%	21%	20%	投资活动现金流	(5719)	(7873)	2767	(7557)	(13427)
EBIT Margin	5%	9%	7%	10%	10%	权益性融资	1288	(902)	0	0	0
EBITDA Margin	8%	14%	13%	16%	15%	负债净变化	2039	6557	(885)	5600	8000
收入增长	47%	-10%	-4%	11%	23%	支付股利、利息	(928)	(1102)	(703)	(822)	(1060)
净利润增长率	34%	17%	17%	29%	18%	其它融资现金流	(665)	222	(3285)	0	0
资产负债率	68%	69%	62%	63%	65%	融资活动现金流	1470	3471	(2700)	3667	5580
息率	0.0%	1.9%	1.3%	1.5%	1.9%	现金净变动	1128	485	938	(1763)	2018
P/E	18.46	15.83	13.53	10.47	8.87	货币资金的期初余额	7248	8274	8577	9515	7753
P/B	1.56	1.50	1.38	1.24	1.11	货币资金的期末余额	8274	8577	9515	7753	9771
EV/EBITDA	27.56	19.96	19.27	15.14	14.23	企业自由现金流	846	(4640)	(1267)	(5257)	(924)
						权益自由现金流	2331	1046	(3077)	(597)	5924

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032