

天顺风能 (002531.SZ)

买入

四季度迎来塔筒集中交付, “制造+零碳” 双轮驱动打开远期空间

核心观点

全年业绩略符合预期, 四季度迎来塔筒集中交付。2021 全年营收 81.72 亿元 (+1%), 归母净利润 13.10 亿元 (+25%), 扣非归母净利润 10.75 亿元 (+10%)。公司四季度迎来塔筒集中交付, 单季度营收 29.52 亿元 (+12%), 归母净利润 2.78 亿元 (+16%), 扣非归母净利润 2.87 亿元 (+13%)。受中厚板、树脂、玻纤价格大幅上涨影响, 全年销售毛利率为 22% (-1pct), 受原材料涨价时间节奏和采购敞口期影响, 四季度销售毛利率下降至 17.6%。

钢材涨价影响全年毛利率, 盈利能力有望企稳修复。公司全年实现塔筒销售 63 万吨 (+6%), 实现叶片销售 892 套 (-16%), 模具销售 61 套 (+49%)。受上半年钢材价格暴涨影响, 塔筒全年销售毛利率为 12.07% (-5.24pct.), 第四季度毛利率企稳回升。受全年玻纤价格单边上行和树脂价格大幅波动的影响, 全年叶片销售毛利率为 16.89% (-4.3pct.)。考虑到当前钢价走势较为稳定且树脂价格已大幅回落, 预计制造业务盈利能力将迎来拐点。

电站业绩亮眼, 贡献全年利润增量。公司全年实现售电量 20.9 亿度 (+47%), 发电收入 10.51 亿元 (+48%), 贡献毛利润 7.35 亿元 (+56%), 为业绩增长发挥重要作用。截止 2021 年底公司累计并网风电场 884MW, 兴和 500MW 风电场预计 2022 年底并网, 沙洋 600MW 风电场预计今年开工。

面向需求扩产, “制造+零碳” 双轮驱动打开远期空间。公司积极推进“资源换订单”模式, 实现制造与发电业务的良性互动, 围绕电站资源稳健扩产, 射阳与德国海工基地预计分别于 2022 年底和 2023 年上半年投产, 新一轮“两海”布局有望迎来落地。公司将以“轻资产”模式加速零碳业务开拓。

风险提示: 疫情反复影响生产与交付; 原材料价格持续上涨; 下游电站建设进度不达预期。

投资建议: 下调盈利预测, 维持“买入”评级。

公司在陆上风电塔筒领域具有行业龙头地位, 通过“资源换订单”模式提高市占率, 叶片业务新客户开拓取得进展, 机组大型化趋势下模具迎来放量, 零碳业务为公司提供稳定的利润与现金流, 公司具有良好的成长性。鉴于 2022 年以来钢材价格持续小幅上涨, 疫情反复对公司生产与交付造成一定影响, 我们下调原有盈利预测, 预计 2022-2024 年归母净利润 14.04/19.08/23.58 亿元 (原预测 2022/2023 年为 18.26/21.29 亿元), 同比增速分别为 7.2/35.9/23.6%, 摊薄 EPS 分别为 0.78/1.06/1.31 元, 当前股价对应 PE 分别为 14.1/10.4/8.4 倍, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,100	8,172	11,062	14,517	17,971
(+/-%)	33.7%	0.9%	35.4%	31.2%	23.8%
净利润(百万元)	1050	1310	1404	1908	2358
(+/-%)	40.6%	24.8%	7.2%	35.9%	23.6%
每股收益(元)	0.59	0.73	0.78	1.06	1.31
EBIT Margin	20.1%	17.4%	16.7%	17.6%	17.6%
净资产收益率 (ROE)	15.2%	16.7%	15.6%	18.0%	18.7%
市盈率 (PE)	18.7	15.2	14.1	10.4	8.4
EV/EBITDA	14.2	16.0	12.3	10.2	9.0
市净率 (PB)	2.84	2.53	2.21	1.87	1.58

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	买入(维持)
合理估值	
收盘价	11.01 元
总市值/流通市值	19851/19477 百万元
52 周最高价/最低价	23.67/7.87 元
近 3 个月日均成交额	650.06 百万元

市场走势



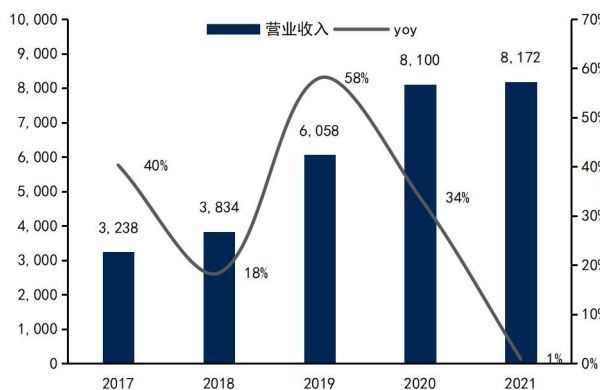
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《天顺风能-002531-2021 年半年报点评: 拥抱海风机遇, 双轮驱动发展》——2021-08-26
- 《天顺风能-002531-2020 年年报及 2021 一季报点评: 产业链延伸进展顺利, 业绩稳增长》——2021-04-28
- 《天顺风能-002531-重大事件快评: 制造+电站开发双轮驱动, 增加产业链价值创造点》——2021-03-18
- 《天顺风能-002531-重大事件快评: 叶片扩产正当时, 轻资产转型专注风电制造》——2020-05-20
- 《天顺风能-002531-重大事件快评: 加码四成产能, 布局三北和海上风电市场》——2020-01-10

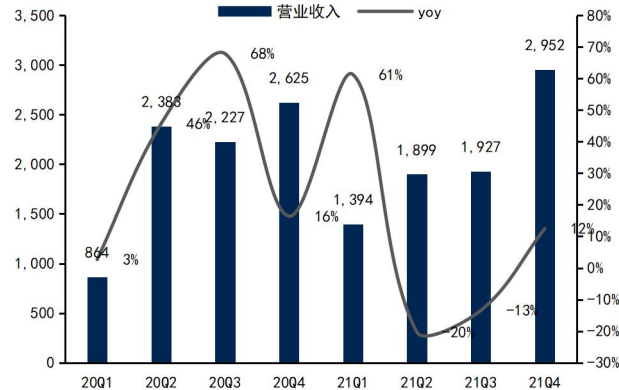
全年业绩符合预期，扣非归母净利润同比增长 10%。公司 2021 年实现营业收入 81.72 亿元（+0.9%），实现归母净利润 13.10 亿元（+24.76%），实现扣非归母净利润 10.75 亿元（+9.91%），全年加权平均 ROE 达到 18.07%（+1.27pct.）。2021 年一季度由于子公司天利投资减持深圳科创创新源新材料股份有限公司产生投资收益，全年合计实现投资收益 2.86 亿元，公司全年业绩符合预期。

图1：天顺风能营业收入及增速（单位：百万元、%）



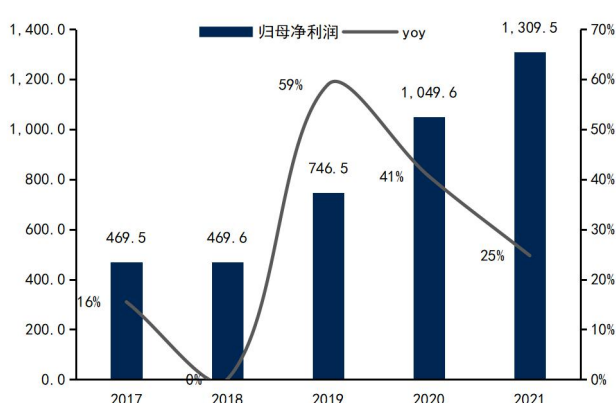
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：天顺风能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：天顺风能归母净利润及增速（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：天顺风能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

塔筒集中交付带动四季度收入环比高增，四季度计提信用减值 0.38 亿元。分季度看，公司全年分别实现营业收入 13.94 亿元、18.99 亿元、19.27 亿元和 29.52 亿元，其中第四季度在塔筒的集中出货拉动下营业收入环比大幅增长。公司分季度实现归母净利润 4.97 亿元（+273.77%）、3.01 亿元（-26.53%）、2.33 亿元（-12.45%）和 2.78 亿元（+15.56%），实现归母扣非净利润 2.75 亿元（+179.57%）、2.85 亿元（-27.62%）、2.27 亿元（-1.98%）和 2.87 亿元（+13.33%）。第四季度公司计提信用减值 0.38 亿元。

原材料涨价造成销售毛利率下滑，盈利能力有望迎来拐点。公司 2021 年销售毛利率为 22%（-1pct.），由于投资收益的贡献销售净利率达到 16%（+2pct.），不计投资收益的影响销售净利率整体保持稳定。分季度看，一季度由于 2020 年陆上风电抢装部分塔筒、叶片的递延交付拉高毛利率水平，2021 年 2 月至 5 月由于钢材价格的快速大幅上涨、树脂价格的大幅波动和玻纤价格的单边上行造成公司销

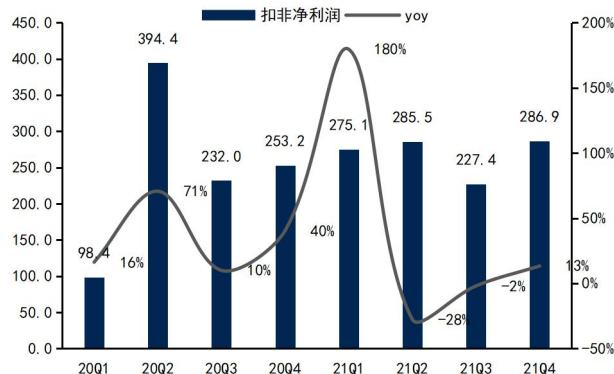
售毛利率逐季度下降。第四季度公司销售毛利率明显企稳，预计在原材料价格维持稳定的前提下公司盈利能力有望迎来拐点。由于四季度集中计提信用减值的因素，公司销售净利率环比明显下降，符合行业特征。

图5：天顺风能扣非净利润及增速（单位：百万元、%）



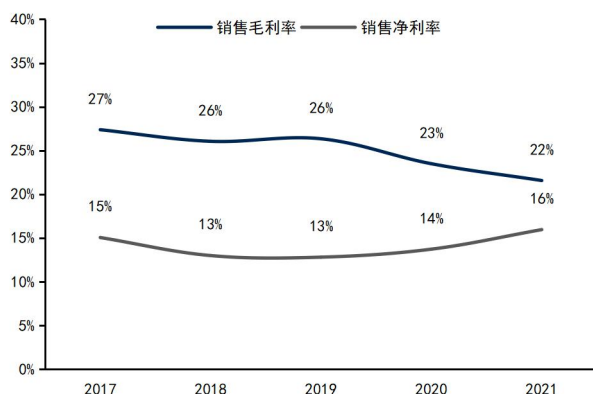
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：天顺风能分季度扣非净利润及增速（单位：百万元、%）



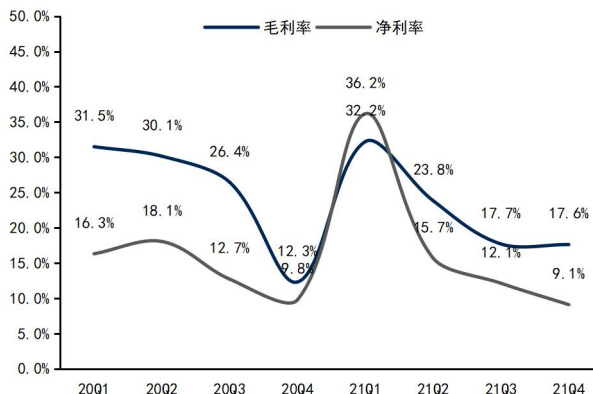
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：天顺风能年度销售毛利率、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

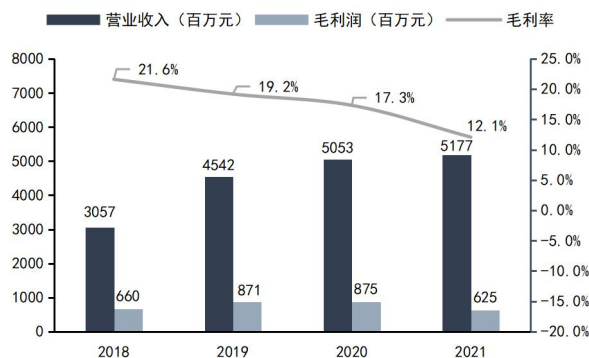
图8：天顺风能季度销售毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

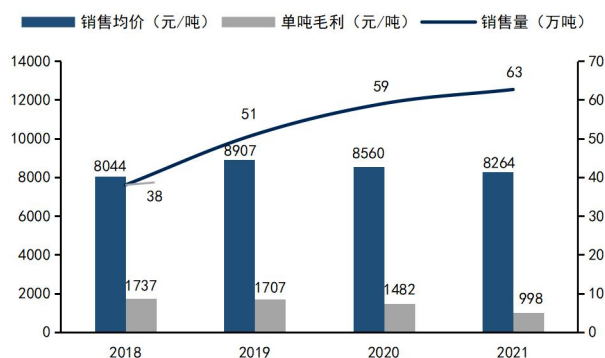
钢材涨价推高全年成本，单吨毛利企稳修复。公司全年实现风塔销售 62.6 万吨（+6.13%），销售均价为 8264 元/吨（-3.5%），单吨毛利润 998 元/吨；实现销售收入 51.77 亿元（+2.47%），毛利率 12.07%（-5.24pct.）。上半年公司实现风塔销售约 24 万吨，实现销售收入 19.27 亿元，毛利率为 14.68%，下半年实现风塔销售约 39 万吨，实现销售收入 32.51 亿元，毛利率为 10.53%。2021 年春节开始主要原材料中厚板的价格快速攀升，5 月中旬达到高点后维持高位震荡，11 月初中厚板价格有所回调。公司塔筒产品按照当时原材料价格成本加成的方式报价，由于公司签订合同到中厚板采购存在 1-3 个月的时间敞口，因此预计一季度至三季度塔筒毛利率整体呈下行趋势。由于四季度中厚板价格较此前高点有所回落，因此估计四季度毛利率环比有所改善。由于当前中厚板价格变动相对平稳，预计后续塔筒业务毛利率将保持相对稳定。

图9：塔筒业务收入与盈利情况（单位：百万元，%）



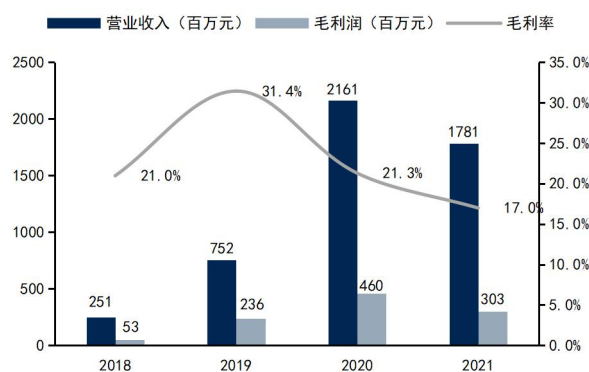
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：塔筒销售量、价格与毛利情况（单位：万吨，元/吨）



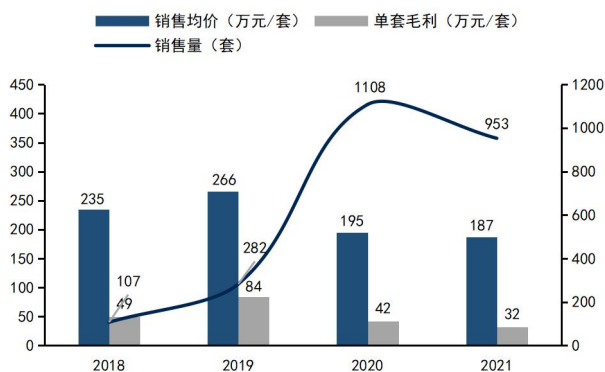
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2018-2019 运费统一计入销售费用

图11：叶片业务收入与盈利情况（单位：百万元，%）



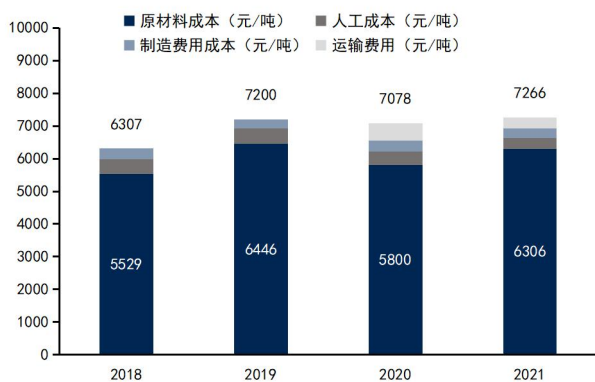
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：叶片销售量、价格与毛利情况（单位：套，万元/套）



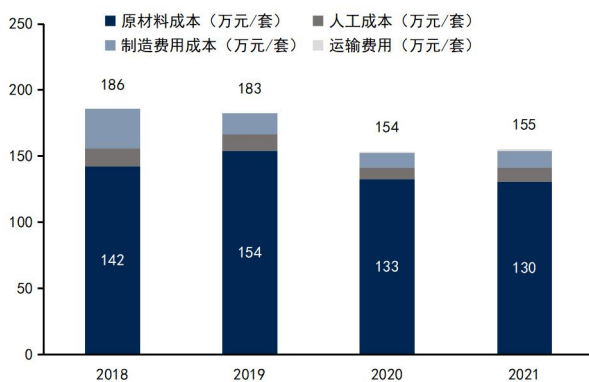
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2018-2019 运费统一计入销售费用

图13：塔筒营业成本构成情况（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2018-2019 年运费统一计入销售费用因此未给出塔筒运费

图14：叶片营业成本构成情况（单位：元/套）



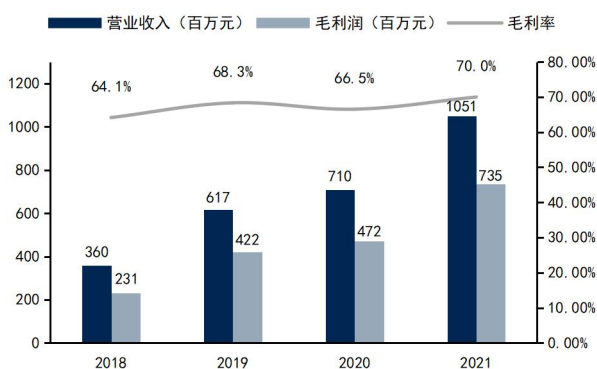
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2018-2019 年运费统一计入销售费用因此未给出叶片运费

抢装结束造成叶片销量略有下滑，机组大型化有望助力模具产品放量。公司全年

实现叶片销售 892 套（-16.43%），实现模具销售 61 套（+48.78%），叶片类产品销售收入合计 17.81 亿元（-17.58%），毛利率 16.89%（-4.31pct.）。2021 年由于行业装机容量的同比下滑公司叶片销量有所下降；随着风机设计的不断优化和抢装后叶片供给的相对宽松，2021 年公司叶片类产品销售均价由 2020 年的 195 万元/套下降至 187 万元/套。受益于 2021 年开始机组大型化的明显提速，公司叶片模具销售实现较高增长，预计随着 6-7MW 机型开始成为陆上风电投标主力，公司模具产品销量有望迎来放量。由于全年玻纤价格单边上行、树脂价格发生两轮大幅度波动和濮阳叶片工厂于 2021 年年初投产，我们估计一至三季度叶片销售毛利率呈下行趋势，第四季度叶片销售毛利率迎来修复。

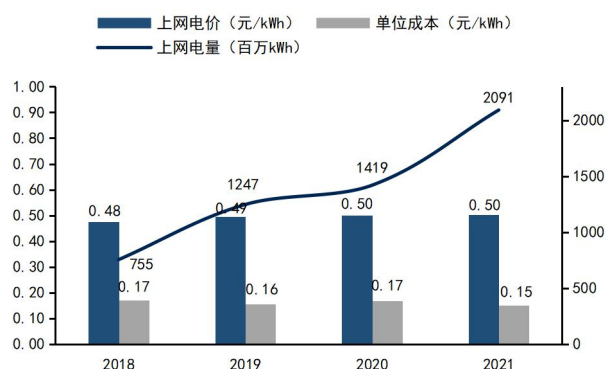
电站运营贡献利润增量，项目建设进度显著加快。由于 2021 年全国来风情况好于正常水平，公司全年实现发电 20.9 亿千瓦时（+47.29%），实现发电收入 10.51 亿元（+47.94%），毛利率达 70.00%（+3.47pct.），实现毛利润 7.35 亿元（+55.7%），为全年扣非净利润增长贡献了主要力量。受益于公司电站运营水平的提高，发电单位成本由 2020 年的 0.17 元/kWh 下降至 2021 年的 0.15 元/kWh。2021 年公司完成首个分散式风电项目在湖北汉川的全容量并网，截至年底公司累计并网风电场规模 884MW（2020 年底装机规模为 859.4MW）。2021 年 10 月公司已取得乌兰察布兴和 500MW 风电项目开发权并完成公示，预计该项目将于 2022 年底实现全容量并网。

图 15：发电业务收入与盈利情况（单位：百万元，%）



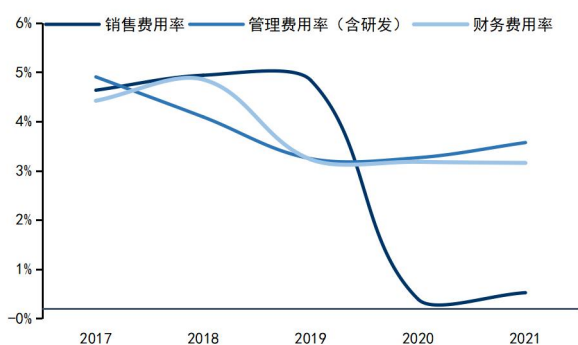
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 16：发电销售量、价格与毛利情况（单位：百万 kWh，元/kWh）



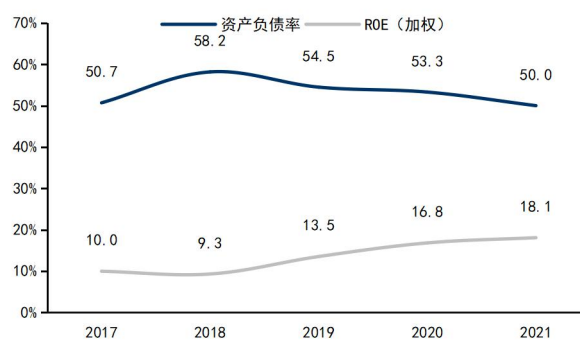
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 17：天顺风能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 注：2020 年起运费从销售费用调整至营业成本中，因此销售费用率显著下降

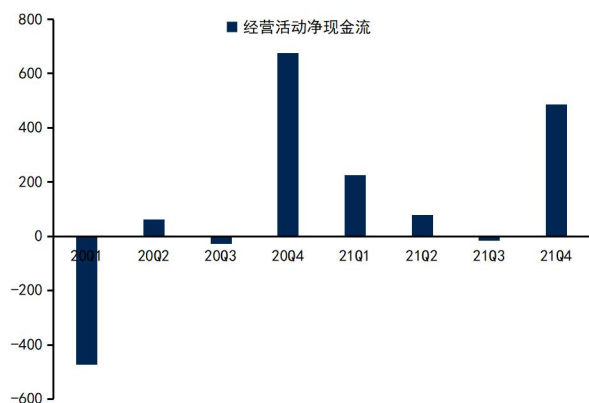
图 18：天顺风能资产负债率、ROE 变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

费用水平保持稳定，应收账款周转天数有所提升。2021 年公司三项费用率保持稳定，销售费用率为 0.32%（同比+0.13pct.），管理费用率（含研发）为 3.37%（同比+0.31pct.），财务费用率为 2.96%（同比-0.02pct.）。从费用值看，公司全年销售费用 0.26 亿元（+71.21%），主要系职工薪酬、售后服务费增加所致；全年管理费用 2.44 亿元（+19%），主要系其中股份支付摊销费用大幅增长至 0.45 亿元所致。公司全年实现经营活动净现金流 7.76 亿元（同比+226.4%），其中四季度经营活动净现金流达到 4.86 亿元。由于陆上风电抢装结束后客户付款周期相对拉长，报告期内公司应收账款周转天数由 2020 年的 126 天增长至 160 天，存货周转天数维持稳定。2021 年底公司资产负债率为 50.0%（同比-3.3pct.），偿债能力稳中有升。

图 19：天顺风能经营性现金流情况（单位：百万元）



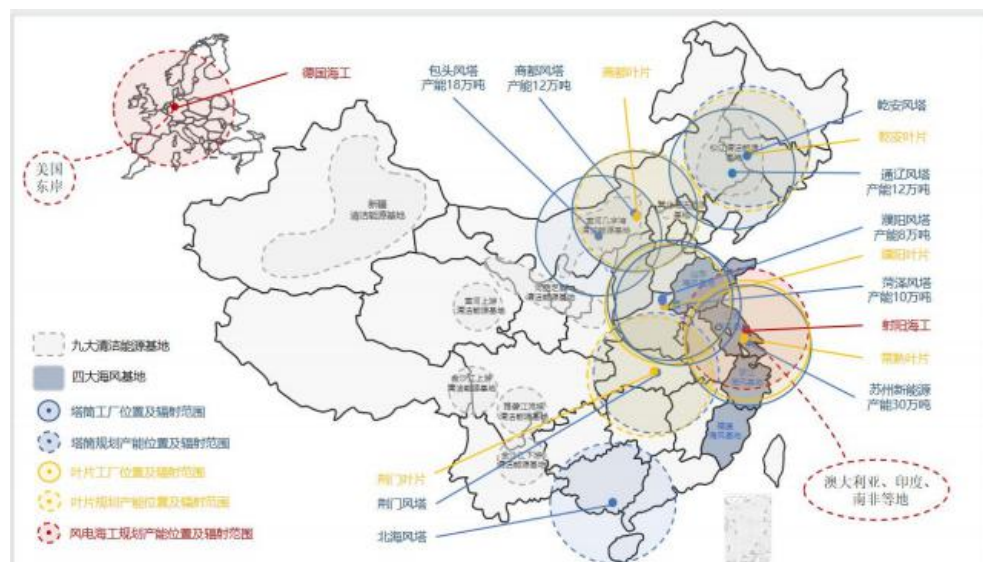
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 20：天顺风能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

图 21：公司现有产能及未来规划



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

需求为本，稳健扩产。2021 年下半年公司濮阳和通辽塔筒工厂投产，截至 2021 年底公司陆上风塔产能约 90 万吨。公司积极推进“资源换订单”模式，加强与业主、整机企业的产业链互动；2022 年 3 月公司与运达股份签署战略合作协议，双

方将在河南濮阳及周边区域的风电场开发、风机采购、塔筒与叶片采购等方面建立长期合作机制，预计类似模式后续有望在吉林乾安、湖北沙洋都区域实现复刻。公司看好海上风电与出口市场发展空间，在建的射阳和德国海工基地预计分别于2022年底和2023年上半年投产；此外公司将在2022年开展新一轮“两海”布局，产能聚焦江苏、两广与福建，确保公司在海上风电与出口市场的领先地位。

“制造+零碳”双轮驱动巩固公司行业地位。公司自2005年成立以来经历了起步生存期、调整探索期和转型升级期三个阶段，已初步完成从单一产品提供商向风电领域各价值链系列产品和解决方案提供者的转变，业务进一步聚焦于零碳实业的发展及新能源装备制造两大业务板块，“制造+零碳”双轮驱动将成为公司未来几年发展的核心抓手。根据2022年3月公告，公司已获得湖北省600MW风电项目建设指标奖励，后续公司将以“轻资产”模式加速零碳业务板块的资源开发；预计随着电站开发协议的逐步落地和可转债融资资金的到位，公司零碳业务有望尽快摆脱对外部资金的依赖实现自我良性循环。

不确定性因素短期影响生产与交付，全年出货量保持谨慎乐观。2022年以来受部分大基地项目前期开发进度略低于预期，长三角区域疫情反复等因素的影响，公司生产与交付短期受到一定程度影响；但考虑到当前持续火热的行业招标和公司充足的在手订单，预计随着大基地建设进度的加快和疫情拐点的到来，公司生产与交付将逐步恢复正常。考虑到不确定性因素的短期影响，我们适度下调公司全年出货目标，预计2022年公司实现塔筒销售90万吨，叶片类产品销售1200套（其中叶片1125套、模具75套）。

表1：天顺风能主营业务拆分与预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
风塔业务					
销售量（万吨）	59	63	90	100	110
营业收入（百万元）	5,053	5,177	7,533	8,350	9,020
毛利率	24.7%	12.1%	13.1%	13.4%	13.7%
毛利润（百万元）	875	625	990	1,120	1,232
单吨毛利（元/吨）	1,482	998	1,100	1,120	1,120
海工业务					
销售量（万吨）	-	-	-	20	40
营业收入（百万元）	-	-	-	1,800	3,480
毛利率	-	-	-	14.4%	14.4%
毛利润（百万元）	-	-	-	260	500
单吨毛利（元/吨）	-	-	-	1,300	1,250
叶片业务					
销售量（套）	1067	892	1125	1425	1920
营业收入（百万元）	1,953	1,462	1,856	2,323	3,072
毛利率	19.0%	11.6%	12.0%	14.0%	14.0%
毛利润（百万元）	370	169	223	325	430
模具业务					
销售量（套）	41	61	75	75	80
营业收入（百万元）	209	323	450	398	424
毛利率	43.0%	43.4%	46.7%	39.6%	39.6%
毛利润（百万元）	90	140	210	158	168
发电业务					
售电量（亿度）	14.2	20.9	20.2	30.0	37.6
营业收入（百万元）	710	1,051	1,012	1,279	1,601
毛利率	67%	70%	65%	67%	69%
毛利润（百万元）	472	735	660	856	1,097

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：下调盈利预测，维持“买入”评级。

公司在陆上风电塔筒领域具有行业龙头地位，通过“资源换订单”模式拓展市场占有率，叶片业务新客户开拓不断取得新进展，机组大型化趋势下模具业务迎来放量，零碳实业业务为公司提供稳定增长的利润与现金流，公司具有良好的长期成长性。鉴于2022年以来钢材价格持续小幅上涨，疫情反复对公司生产与交付造成一定程度的影响，我们下调原有盈利预测，预计2022-2024年归母净利润14.04/19.08/23.58亿元（原预测2022/2023年为18.26/21.29亿元），同比增速分别为7.2/35.9/23.6%，摊薄EPS分别为0.78/1.06/1.31元，当前股价对应PE分别为14.1/10.4/8.4倍，维持“买入”评级。

表2：可比公司估值表（2022年4月16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			
603218	日月股份	19.42	188	1.01	0.88	1.23	1.77	19.2	22.1	15.8	11.0	11.8%	0.5	买入
603606	东方电缆	43.61	300	1.36	1.73	1.76	2.84	32.1	25.2	24.8	15.4	28.3%	0.9	买入
002531	天顺风能	13.77	248	0.59	0.73	0.78	1.06	18.7	15.2	14.1	10.4	15.2%	0.7	买入

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	710	739	900	900	900	营业收入	8100	8172	11062	14517	17971
应收款项	3699	4268	5304	6960	8616	营业成本	6160	6405	8852	11517	14260
存货净额	1123	976	1818	2386	2954	营业税金及附加	49	42	40	52	65
其他流动资产	935	963	1328	1728	2139	销售费用	15	26	31	38	45
流动资产合计	6634	7038	9598	12301	15016	管理费用	205	244	269	331	413
固定资产	6716	6261	6461	7264	8216	研发费用	43	31	35	45	45
无形资产及其他	323	373	358	344	329	财务费用	241	242	247	365	467
投资性房地产	664	1728	2212	2903	3594	投资收益	101	286	0	0	0
长期股权投资	411	300	300	300	300	资产减值及公允价值变动	(147)	(12)	0	0	0
资产总计	14748	15700	18930	23112	27455	其他收入	119	53	15	15	15
短期借款及交易性金融负债	2774	2645	4091	4861	5252	营业利润	1312	1498	1603	2184	2690
应付款项	2202	1634	1589	2091	2604	营业外净收支	3	(9)	0	0	0
其他流动负债	197	233	300	394	491	利润总额	1314	1489	1603	2184	2690
流动负债合计	5413	4714	6201	7636	8706	所得税费用	210	186	200	276	332
长期借款及应付债券	2203	2160	2760	3880	5176	少数股东损益	55	(6)	0	0	0
其他长期负债	242	977	977	977	977	归属于母公司净利润	1050	1310	1404	1908	2358
长期负债合计	2446	3137	3737	4857	6153	现金流量表（百万元）					
负债合计	7858	7850	9938	12493	14859	净利润	1050	1310	1404	1908	2358
少数股东权益	210	74	74	74	74	资产减值准备	(109)	(17)	0	0	0
股东权益	6680	7776	8918	10545	12522	折旧摊销	304	309	565	612	683
负债和股东权益总计	14748	15700	18930	23112	27455	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	241	242	247	365	467
每股收益	0.59	0.73	0.78	1.06	1.31	营运资本变动	(1272)	(945)	(2358)	(2038)	(2037)
每股红利	0.15	0.15	0.16	0.21	0.26	其它	266	120	247	365	467
每股净资产	3.87	4.36	4.99	5.89	6.99	经营活动现金流	238	776	(142)	847	1472
ROIC	14%	11%	12%	13%	14%	资本开支	(1140)	(959)	(750)	(1400)	(1620)
ROE	15%	17%	16%	18%	19%	其它投资现金流	231	517	(484)	(691)	(691)
毛利率	24%	22%	20%	21%	21%	投资活动现金流	(910)	(442)	(1234)	(2091)	(2311)
EBIT Margin	20%	17%	17%	18%	18%	权益性融资	(4)	81	0	0	0
EBITDA Margin	24%	21%	22%	22%	21%	负债净变化	697	340	2046	1890	1688
收入增长	34%	1%	35%	31%	24%	支付股利、利息	(176)	(270)	(262)	(281)	(382)
净利润增长率	41%	25%	7%	36%	24%	其它融资现金流	311	384	1446	770	392
资产负债率	53%	50%	52%	54%	54%	融资活动现金流	276	(90)	1537	1244	839
息率	0.0%	1.4%	1.3%	1.4%	1.9%	现金净变动	(396)	244	161	0	0
P/E	18.66	15.16	14.14	10.40	8.42	货币资金的期初余额	1263	710	739	900	900
P/B	2.84	2.53	2.21	1.87	1.58	货币资金的期末余额	710	739	900	900	900
EV/EBITDA	14.21	15.98	12.33	10.23	9.04	企业自由现金流	(741)	(348)	(922)	(599)	(206)
						权益自由现金流	(247)	(219)	907	972	1072

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