



风自海上，蓄力前行

2022 年 04 月 29 日

推荐

首次评级

当前价格：

51.29 元

➤ **事件概述：**4 月 27 日，公司发布 2021 年年报和 2022 年一季报：公司 2021 年实现营业收入 54.58 亿元，同比增长 38.93%；归母净利润 11.13 亿元，同比增长 80.8%；EPS 为 6.64 元，同比增长 76.13%。单季度看，公司 2021Q4 实现营业收入 10.37 亿元，同比下降 40.58%；归母净利润 1.90 亿元，同比下降 18.67%。2022Q1 实现营业收入 1.53 亿元，同比下降 86.03%；归母净利润 6203.64 万元，同比下降 70.27%；EPS 为 0.29 元，同比下降 77.34%。

➤ **点评：受益于海风抢装，21 年量价齐升业绩高增**

- ① **量：**公司主要产品为风电塔筒、桩基及导管架等，2021 年分别实现销售量 613/387/1 套，合算出货量约 53 万吨；其中塔筒和导管架贡献主要收入，占营业收入比重分别为 35.3%和 62.4%。
- ② **价：**2021 年塔筒单价约 314 万元/套，同比增长 21.4%；桩基单价约 880 万元/套，同比增长 28.9%；导管架单价约 864 万元/套，为 2019 年结存项目，2021 年完工销售出库。
- ③ **利：**2021 年公司综合毛利率约 29.13%，同比提升 4.65Pcts。分产品来看，塔筒毛利率约 27.96%，同比提升 4.7Pcts；桩基毛利率约 28.44%，同比提升 4.61Pcts。
- ④ **2022Q1 业绩下降的主要原因在于：**1) 一季度一般非海风施工窗口期；2) 21 年抢装在拉高基数的同时也透支一定需求，而 22Q1 海上风电新增装机仅约 260MW，海风项目实际开工较少导致需求减少；3) 疫情对来料和发货都有一定影响；4) 海风产业链处于平价初期，零部件环节有一定降价压力。

➤ **未来核心看点：“扩产能、调结构”两手抓，静待海风放量**

- ① **立足江苏，本土优势明显。**江苏作为“十三五”期间中国海上风电装机容量占比最高的省市之一，近海优质风电场多集中分布于南通、盐城等区域，与公司生产基地布局高度重合。
- ② **海上风电单机容量跃升，公司扩产能和调结构两手抓，积极推进省外布局。**大兆瓦产品因重量和直径等因素影响，对产能布局要求较高。公司目前已公告多项扩产项目，预计到今年底有效产能达到 60-70 万吨。此外公司还会对部分老产能进行升级改造，并积极推进省外布局。此外随着公司产能利用率提升和规模效应释放，盈利能力有望修复。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润依次为 3.89/7.22/9.68 亿元，对应 2022 年 4 月 28 日收盘价 51.29 元，2022-2024 年 PE 依次为 29/15/12 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**业绩增长不及预期；原材料涨价超预期；项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5458	2749	4284	5281
增长率 (%)	38.9	-49.6	55.8	23.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	1113	389	722	968
增长率 (%)	80.8	-65.0	85.6	34.1
每股收益 (元)	5.12	1.79	3.32	4.45
PE	10	29	15	12
PB	2.0	1.9	1.7	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 28 日收盘)



分析师：邓永康

执业证号：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理：王一如

执业证号：S01001211100008

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru@mszq.com

目录

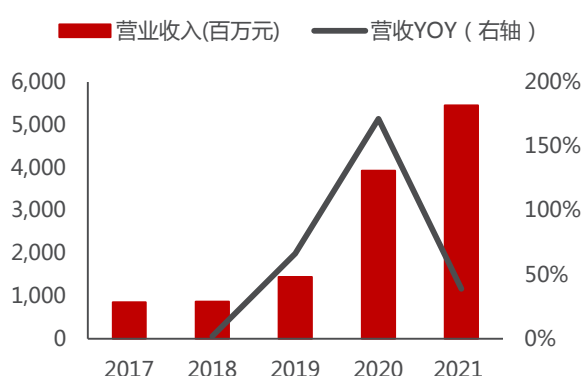
1 事件概述：2021 年归母净利同比增长 80%	3
2 点评	4
2.1 受益于海风抢装，21 年量价齐升业绩高增	4
2.2 21Q1 业绩承压，有望环比改善	6
3 核心看点：“扩产能、调结构”两手抓，静待海风放量	7
4 盈利预测与投资建议	9
5 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 事件概述：2021 年归母净利同比增长 80%

公司发布 2021 年年报：2021 年实现营业收入 54.58 亿元，同比增长 38.93%；归母净利润 11.13 亿元，同比增长 80.8%；扣非归母净利润 11.06 亿元，同比增长 80.60%；EPS 为 6.64 元，同比增长 76.13%。

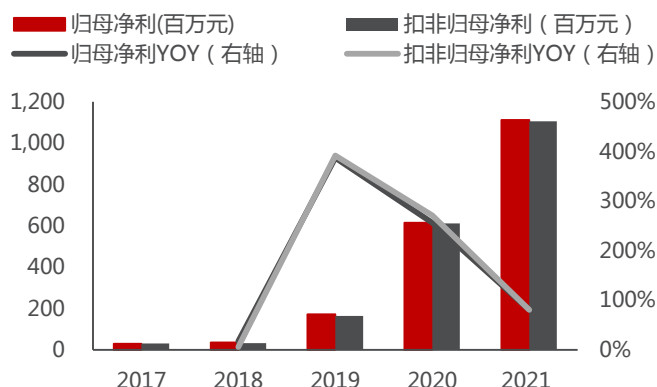
分季度：公司 2021Q4 实现营业收入 10.37 亿元，同比下降 40.58%；归母净利润 1.90 亿元，同比下降 18.67%；扣非归母净利润 1.88 亿元，同比下降 19.70%。

图 1：公司年度营业收入及同比变化



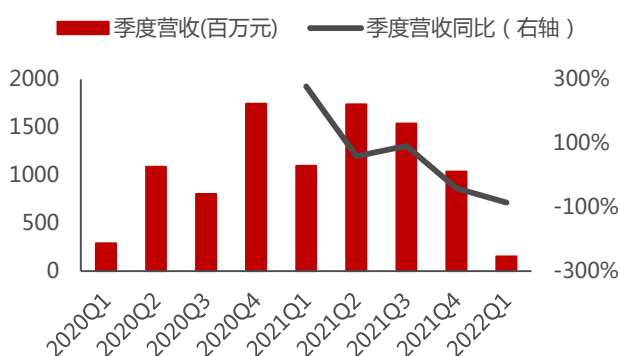
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：公司年度净利润及同比变化



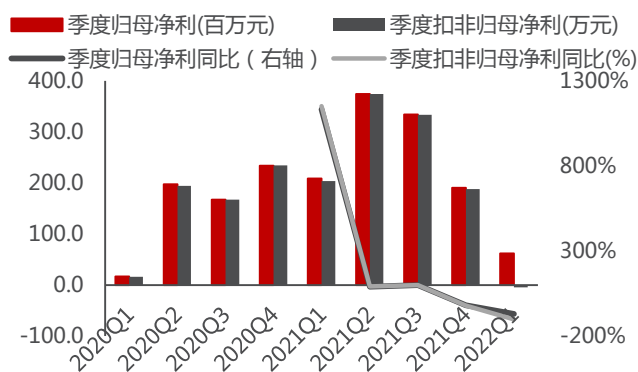
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：公司分季度营业收入及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：公司分季度净利润及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评

2.1 受益于海风抢装，21 年量价齐升业绩高增

量：我国风电发展初期主要依赖政策扶持和补贴，因此装机量一定程度上受政策扰动呈现出周期性。2021 年是海上风电项目补贴的最后一年，年内公司海上风电塔筒、桩基等产品的市场需求旺盛，在海风“抢装”的影响下，公司产品产销两旺，且整体利润水平较高。公司主要产品为风电塔筒、桩基及导管架等，2021 年分别实现销售量 613/387/1 套，合算出货量约 53 万吨，其中塔筒和导管架贡献主要收入，占营业收入比重分别为 35.3%和 62.4%。

表 1：公司主要产品生产销售情况（单位：套）

行业分类	项目	2021 年	2020 年	同比增减
风电塔筒	销售量	613	377	62.60%
	生产量	580	377	53.85%
	库存量	3	36	-91.67%
桩基	销售量	387	424	-8.73%
	生产量	352	454	-22.47%
	库存量	-	35	-
导管架	销售量	1	-	-
	生产量	1	-	-
	库存量	352	-	-

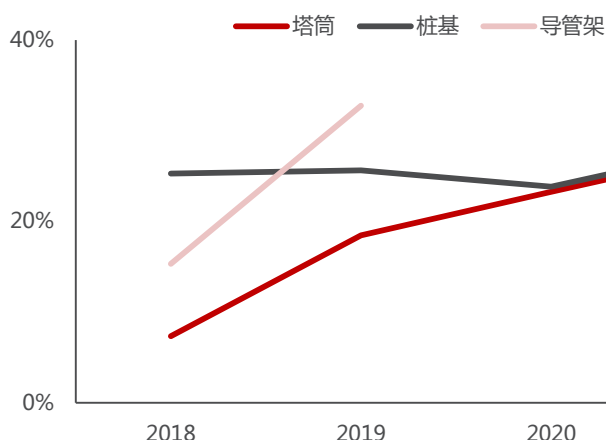
数据来源：公司公告，民生证券研究院

价：2021 年塔筒单价约 314 万元/套，同比增长 21.4%；桩基单价约 880 万元/套，同比增长 28.9%；导管架单价约 864 万元/套，为 2019 年结存项目，2021 年完工销售出库。

利：管桩主要采用成本加成的模式定价，成本主要构成为直接材料，钢板和法兰为主要原材料。根据公司招股说明书，近年直接材料占公司主营业务成本的 70% 以上；其中钢板和法兰是主要原材料，分别约占直接材料成本的 60%、10%。

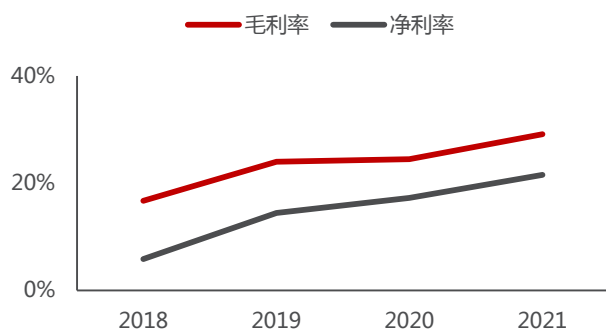
2021 年公司综合毛利率约 29.13%，同比提升 4.65Pcts。分产品来看，塔筒毛利率约 27.96%，同比提升 4.7Pcts，桩基毛利率约 28.44%，同比提升 4.61Pcts。

图 5：主要产品毛利率情况



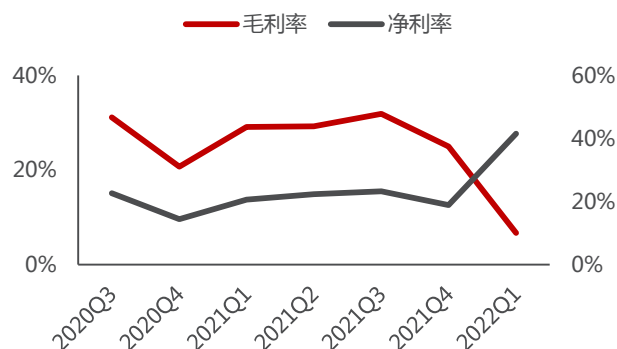
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：公司近年毛利率和净利率情况



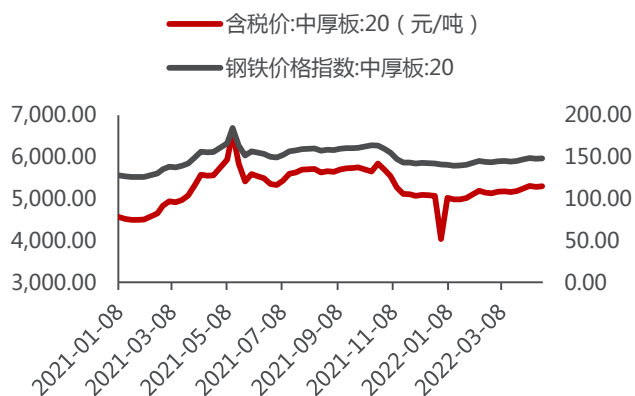
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：公司分季度毛利率和净利率情况



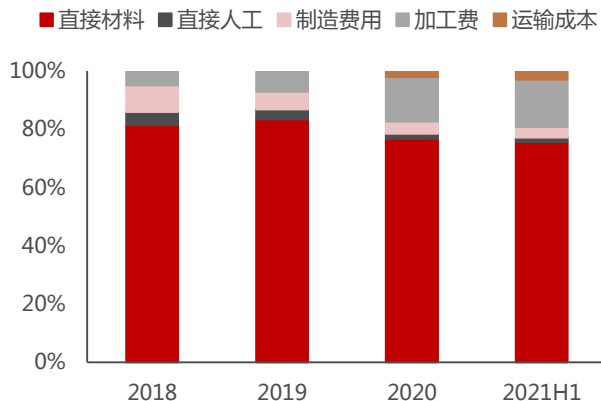
资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：主要原材料价格情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：公司生产成本结构分布



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

2.2 21Q1 业绩承压，有望环比改善

根据公司一季报，2022Q1 实现营业收入 1.53 亿元，同比下降 86.03%；归母净利润 6203.64 万元，同比下降 70.27%；扣除税收返还等非经常性损益后，扣非归母净利润-442.85 万元，同比下降 102.17%；EPS 为 0.29 元，同比下降 77.34%。

2022Q1 业绩下降的主要原因在于：1) 海风施工窗口期集中在二三季度，一季度为传统淡季；2) 21 年抢装在拉高基数的同时也透支一定需求，而 22Q1 海上风电新增装机仅约 260MW，海风项目实际开工较少导致需求减少；3) 疫情对来料和发货都有一定影响；4) 同时海上风电产业链处于平价初期，零部件环节有一定降价压力。

其他关键指标：根据公司一季报，22Q1 预付款项为 1.18 亿元，较 21 年末增长 5966 万元、涨幅约 102.28%，应付票据为 5660 万元，较 21 年末增长 1795 万元、涨幅约 46.44%；以上增长主要原因在于增加备料，预计随着海上项目招标陆续启动，以及开工逐步推进，公司业绩有望实现环比改善。在建工程方面，22Q1 较 21 年末增长约 7740 万元、涨幅约 60.45%，主要用于基建及改造工程。

3 核心看点：“扩产能、调结构”两手抓，静待海风放量

立足江苏，本土优势明显。公司所在城市江苏南通拥有国家火炬海上风电特色产业基地，定位于成为“风电产业之都”，通过引进上海电气、中国海装、明阳智能等国内知名风电设备及零部件制造商，着力建设海上风电装备制造、海上风电运维、海洋新兴产业基地。截至 2021 年末，公司拥有海力风电、海灵重工、海工能源、海力海上等多个生产基地，分布于如东、通州、大丰等沿海地区。一方面，公司前期沿海地区生产基地的布局可以有效降低公司运输成本，提升公司现场技术服务能力及售后维护服务能力；另一方面，江苏作为“十三五”期间中国海上风电装机容量占比最高的省市之一，近海优质风电场多集中分布于南通、盐城等区域，与公司生产基地布局高度重合。

表 2：主要地区“十四五”海风装机目标

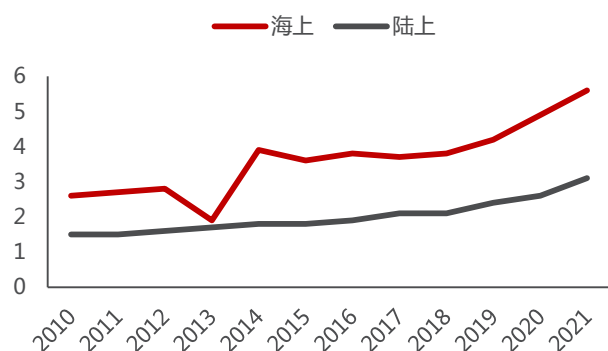
主要省份	截至 2021 年装机	2022 年建设规划	预计“十四五”新增装机	各主要地区	截至 2020 年装机	“十四五”装机目标
广东	6.24GW	2022 年重点建设项目：海风投产项目 1 个、0.5GW，续建 11 个、7.5GW，新开工 2 个、0.95GW；前期预备项目含 13 个海风、21.37GW	17GW	揭阳	0.528GW	到 2025 年底建成并网 3.36GW
				阳江		到 2025 年建成投产 10GW 以上
江苏	11.8GW	2.65GW 竞配完成，预计年底开工	8GW (E)	盐城	3.52GW	到 2025 年装机达 11.5GW
				南通		到 2025 年累计 7.65GW
浙江	1.89GW	开工 1GW，并网 600MW	4.5GW	嘉兴	0.45GW	新增/开工 0.6GW
				舟山		新增/开工 2.11GW
				宁波		新增/开工 2.25GW
				台州		新增/开工 2.6GW
山东	0.62GW	开工 5GW 以上，并网 2GW 左右	5GW	温州		新增/开工 2.4GW
				烟台		到 2025 年累计 1.5GW
海南			3GW			
广西			3GW			
辽宁	1.05GW		3.75GW			到 2025 年累计 4.05GW
福建	2.45GW					
上海	0.7GW	金山一期竞配完成，上网电价 0.302 元/kWh，预计年底开工、2023 年底前并网				

资料来源：公司公告，政府官网，民生证券研究院

21 年起风机大型化趋势加快，新增装机平均单机容量为 3.5MW。据 CWEA 统计，2021 年国内新增装机的平均单机容量为 3.5MW，同比增长 31.7%；其中，陆上风机平均单机容量为 3.114MW，同比增长 20.7%，海上风机平均单机容量为 5.563MW，同比增长 13.9%。截至 2021 年底，累计装机的风机平均单机容量为

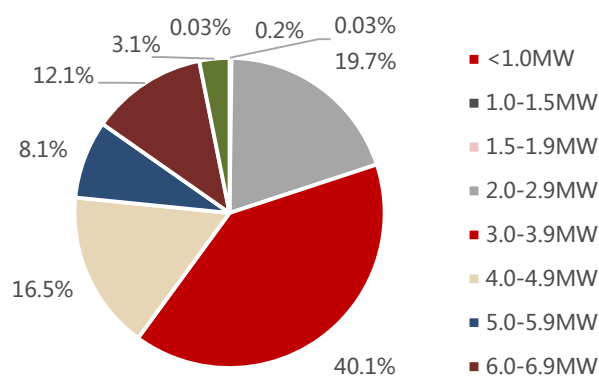
2.025MW, 同比增长 8.1%。2021 年, 在新吊装的风电机组中, 3.0MW(不含)以下新增装机容量占比约 20%, 同比下降约 42Pcts; 3.0MW-5.0MW (不含)风机新增装机容量占比达到 56.4%, 同比增长约 22Pcts; 5.0MW 及以上风机新增装机容量占比达 23.3%, 同比增长约 19Pcts。

图 10：国内风电机组平均单机容量 (MW)



资料来源：CWEA，民生证券研究院

图 11：2021 年国内风电新增单机容量占比



资料来源：CWEA，民生证券研究院

海上风电开启单机容量跃升, 对公司产品提出了更高要求。抢装潮前海风主要是 4-5MW, 桩重大概 700-800 吨; 而从今年海风主机招标情况来看, 基本 7-8MW 起步, 广东部分项目已达到 10MW 甚至 11MW, 桩重大致 1500 吨起步, 对应塔筒直径也预计将从去年的 6m 以下提升到 6.5-7m 左右。大兆瓦产品因重量和直径等因素影响, 公司现有的部分老生产基地面临运输不便和需要改造调整的情况, 同时, 公司在沿海港口周边拟新建的生产基地未达到预定可使用状态, 因此公司今年首要工作是继续进行“扩产能、调结构”任务, 保障公司港口周边产能的顺利释放; 同时, 积极寻找沿海地区适合的地点进行新产能布局。

突破现有产能瓶颈, 公司扩产能和调结构两手抓, 积极推进省外布局。目前已公告扩产项目中, 主要包括: 1) 募投项目通州湾二期, 预计在 2022 年年中达产后, 能够释放 20 万吨产能; 2) 拟在东营经济技术开发区辖区内投资海上风电塔筒及海工装备生产基地项目, 项目总投资 10 亿元, 规划产能 20 万吨; 3) 拟在滨海县港口设立新公司并投资建设风电升压站、单桩、塔筒等项目, 项目计划总投资约 10 亿元, 规划产能 20 万吨。此外公司还会对部分老产能进行升级改造, 并积极推进省外布局, 预计到今年底有效产能达到 60-70 万吨。此外随着公司产能利用率提升和规模效应释放, 盈利能力有望修复。

4 盈利预测与投资建议

公司主要产品为风电塔筒、桩基及导管架等，包括海上风电塔筒、陆上风电塔筒、海上风电桩基、海上风电导管架等，其中以海上风电设备零部件产品为主，目前产品涵盖 2MW 至 6.45MW 等普通规格产品以及 8MW、10MW 以上等大功率等级产品。

(1) 塔筒：结合公司 2021 年收入和量价情况，考虑到大兆瓦产能扩张和省外布局加速，以及海风平价之后行业需求有望高速增长，预计公司塔筒业务 2022-2024 年收入增速为 96.6%/-36.7%/63.3%。

(2) 桩基：综合考虑公司 2021 年收入和量价情况，考虑到大兆瓦产能扩张和省外布局加速，以及海风平价之后行业需求有望高速增长，预计公司桩基业务 2022-2024 年收入增速为 96.6%/-36.7%/63.3%。

表 3：公司主营业务分项预测情况（单位：百万元）

汇总	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5458	2749	4284	5281
YoY	39%	-50%	56%	23%
毛利率	29%	24%	25%	25%
塔筒	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,927	1,080	1,669	1,808
YoY	97%	-44%	55%	8%
毛利率	28%	21%	23%	23%
桩基	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,403	1,583	2,493	3,324
YoY	18%	-53%	58%	33%
毛利率	28%	23%	24%	25%
导管架	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9	0	10	15
YoY	-	-	-	50%
毛利率	33%	-	30%	30%
其他业务	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	119	86	112	135
YoY	98%	30%	30%	20%
毛利率	67%	70%	70%	70%

资料来源：wind，民生证券研究院测算

海风开启平价元年，产业链积极调整适应，整体招标数据可观，预计将在 2023 年开启爆发式增长。公司扩产能和调结构双管齐下，产能弹性和业绩弹性预计可观。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润依次为 3.89/7.22/9.68 亿元，对应 2022 年 4 月 28 日收盘价 51.29 元，2022-2024 年 PE 依次为 29/15/12 倍。我们选择大金重工、天顺风能、东方电缆作为公司估值参考的可比公司。考虑到 2022 年

为海风“抢装”后的第一年，且公司产能结构性调整正在进行，预计公司主营产品的量价会出现较大幅度下滑；随着平价加速推进，行业内生动力增强，预计 2023 年海风开启高增，届时伴随产能释放，公司有望受益。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 4：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002487.SZ	大金重工	20.61	1.04	1.69	2.78	-	20	12	7	-
002531.SZ	天顺风能	9.70	0.73	0.88	1.28	1.61	13	11	8	6
603606.SH	东方电缆	45.21	1.73	1.90	2.77	3.38	26	24	16	13
	行业平均						20	16	10	10
301155.SZ	海力风电	51.29	5.12	1.79	3.32	4.45	10	29	15	12

资料来源：wind，民生证券研究院；(注：股价时间为 2022 年 4 月 28 日)

5 风险提示

1) 业绩增长不及预期。“抢装潮”结束后，风电建设短期之内将有所调整；且由于风电建设项目审批、建设等时间进度存在较大不确定性，如果未来风电建设项目批复时间滞后、下游客户风电投资进度放缓、公司产能技术未及时更新，可能会影响公司业绩。

2) 原材料涨价超预期。公司产品的原材料主要包括钢板、法兰等，如果主要原材料钢板和法兰的采购价格出现大幅波动，可能导致公司生产成本发生较大变动，进而影响公司利润水平。

3) 项目进展不及预期。产业、环保政策等意外性变化可能会影响项目进展，导致公司盈利释放不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5458	2749	4284	5281
营业成本	3868	2098	3220	3936
营业税金及附加	22	12	19	24
销售费用	10	5	9	11
管理费用	62	137	129	106
研发费用	18	14	19	21
EBIT	1429	482	888	1184
财务费用	15	6	3	-4
资产减值损失	-13	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	1399	482	894	1199
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	1399	482	894	1199
所得税	222	72	134	180
净利润	1176	409	760	1019
归属于母公司净利润	1113	389	722	968
EBITDA	1512	557	971	1279

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3535	4559	5465	5397
应收账款及票据	1380	700	1033	1201
预付款项	58	105	129	118
存货	260	862	1059	1186
其他流动资产	721	262	296	362
流动资产合计	5955	6488	7982	8264
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	431	500	538	556
无形资产	83	88	91	94
非流动资产合计	839	874	894	904
资产合计	6794	7362	8876	9167
短期借款	135	235	135	135
应付账款及票据	719	866	1700	971
其他流动负债	270	181	201	203
流动负债合计	1124	1283	2037	1310
长期借款	45	45	45	45
其他长期负债	56	56	56	56
非流动负债合计	101	101	101	101
负债合计	1225	1384	2138	1411
股本	217	217	217	217
少数股东权益	235	256	294	345
股东权益合计	5568	5978	6738	7757
负债和股东权益合计	6794	7362	8876	9167

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	38.93	-49.63	55.82	23.29
EBIT 增长率	65.37	-66.25	84.16	33.38
净利润增长率	80.80	-65.05	85.63	34.10
盈利能力 (%)				
毛利率	29.13	23.69	24.83	25.48
净利率	21.55	14.89	17.74	19.30
总资产收益率 ROA	16.38	5.28	8.13	10.56
净资产收益率 ROE	20.86	6.80	11.20	13.06
偿债能力				
流动比率	5.30	5.06	3.92	6.31
速动比率	4.46	4.15	3.23	5.11
现金比率	3.14	3.55	2.68	4.12
资产负债率 (%)	18.03	18.80	24.09	15.39
经营效率				
应收账款周转天数	89.77	90.00	85.00	80.00
存货周转天数	24.57	150.00	120.00	110.00
总资产周转率	0.80	0.37	0.48	0.58
每股指标 (元)				
每股收益	5.12	1.79	3.32	4.45
每股净资产	25.61	27.50	30.99	35.68
每股经营现金流	3.23	4.80	5.15	0.20
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	10	29	15	12
PB	2.0	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	5.20	12.47	6.11	4.70
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1176	409	760	1019
折旧和摊销	83	74	84	95
营运资金变动	-649	550	266	-1078
经营活动现金流	703	1044	1120	43
资本开支	-239	-110	-105	-105
投资	-1	0	0	0
投资活动现金流	-240	-109	-104	-103
股权募资	3114	0	0	0
债务募资	-262	100	-100	0
筹资活动现金流	2922	89	-111	-8
现金净流量	3385	1025	906	-68

插图目录

图 1：公司年度营业收入及同比变化.....	3
图 2：公司年度净利润及同比变化.....	3
图 3：公司分季度营业收入及同比变化.....	3
图 4：公司分季度净利润及同比变化.....	3
图 5：主要产品毛利率情况.....	5
图 6：公司近年毛利率和净利率情况.....	5
图 7：公司分季度毛利率和净利率情况.....	5
图 8：主要原材料价格情况.....	5
图 9：公司生产成本结构分布.....	5
图 10：国内风电机组平均单机容量（MW）.....	8
图 11：2021 年国内风电新增单机容量占比.....	8

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1：公司主要产品生产销售情况（单位：套）.....	4
表 2：主要地区“十四五”海风装机目标.....	7
表 3：公司主营业务分项预测情况（单位：百万元）.....	9
表 4：可比公司 PE 数据对比.....	10
公司财务报表数据预测汇总.....	12

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001