

## 外延内功精益求精，双海战略稳扎稳打

2023 年 11 月 04 日

## ► 事件：三季度业绩符合预期，量利环比显著改善

2023 年前三季度公司实现营业收入 29.78 亿元，同比+40.29%；归母净利润 2.36 亿元，同比+41.82%；扣非归母净利润 2.11 亿元，同比-10.13%；EPS 为 0.2526 元，同比+23.64%。

分季度来看，公司 2023Q3 实现营业收入 13.08 亿元，同比+54.89%、环比+51.27；归母净利润 1.18 亿元，同比+78.06%、环比+324.67%；扣非归母净利润 1.09 亿元，同比-6.22%、环比+298.28%。

## ► 未来核心看点：外延内功精益求精，双海战略稳扎稳打

外延引入地方国资入主。公司第一大股东为广州凯得投资控股有限公司，其性质为地方国资控股，有望增厚公司背景和竞争优势。

持续研发投入打好内功。公司在陆上、海上风电装备领域拥有较强的技术优势，拥有多项专业资质认定，并持续研发投入，2018-2022 年研发投入 CAGR 达 28.43%。

深化“双海”战略，产能布局快速跟进。公司锚定“立足国内风电市场，开拓国际市场；以陆上风电市场为依托，积极开发海上风电市场”的市场目标，积极推进北、东、南等重点区位的产能布局，以适配行业和自身快速发展的需求。

► **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 49.1、70.6、90.8 亿元，增速为 57.1%/43.7%/28.7%；归母净利润分别为 4.2、7.0、9.4 亿元，增速为 52.8%/66.8%/34.0%，对应 23-25 年 PE 为 23x/14x/10x。考虑风电行业需求景气，公司有望深化“双海”战略和产能扩张，提升市场份额，成长性突出，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧的风险，原材料价格大幅波动的风险，汇率波动风险。

## 推荐

首次评级

当前价格：

10.28 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru\_yj@mszq.com

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,127	4,914	7,059	9,082
增长率 (%)	-18.8	57.1	43.7	28.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	275	420	701	939
增长率 (%)	6.3	52.8	66.8	34.0
每股收益 (元)	0.29	0.45	0.75	1.00
PE	35	23	14	10
PB	2.4	2.2	1.9	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 11 月 3 日收盘价）

# 目录

<b>1 事件概述：三季度业绩符合预期，环比显著改善 .....</b>	<b>3</b>
1.1 2023 年三季度点评 .....	3
1.2 主营业务经营状况 .....	5
<b>2 核心看点：外延内功精益求精，双海战略稳扎稳打 .....</b>	<b>7</b>
2.1 深耕风机塔架行业，外延内功精益求精 .....	7
2.2 深化“双海”战略，产能布局快速跟进 .....	8
<b>3 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>10</b>
3.1 盈利预测假设与业务拆分 .....	10
3.2 估值分析 .....	11
3.3 投资建议 .....	11
<b>4 风险提示 .....</b>	<b>12</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>14</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>14</b>

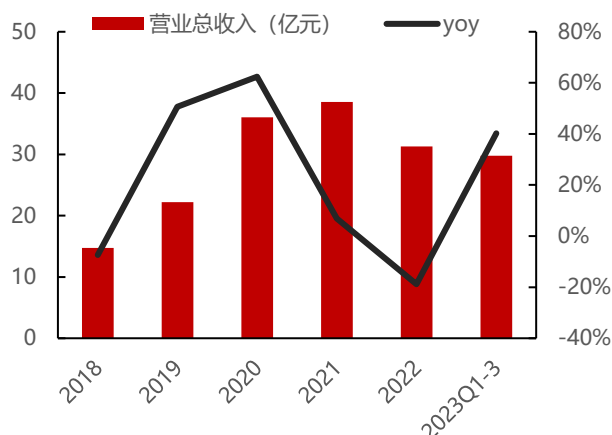
# 1 事件概述：三季度业绩符合预期，环比显著改善

## 1.1 2023 年三季报点评

2023 年前三季度公司实现营业收入 29.78 亿元，同比+40.29%；归母净利润 2.36 亿元，同比+41.82%；扣非归母净利润 2.11 亿元，同比-10.13%；EPS 为 0.2526 元，同比+23.64%。

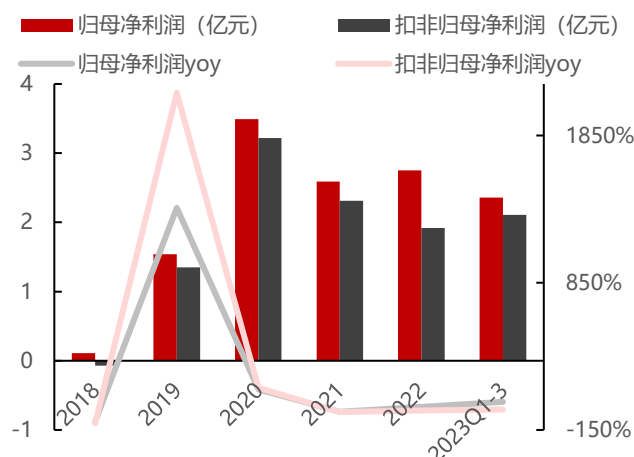
**分季度：**公司 2023Q3 实现营业收入 13.08 亿元，同比+54.89%、环比+51.27；归母净利润 1.18 亿元，同比+78.06%、环比+324.67%；扣非归母净利润 1.09 亿元，同比-6.22%、环比+298.28%。

图1：公司年度营业收入及同比变化



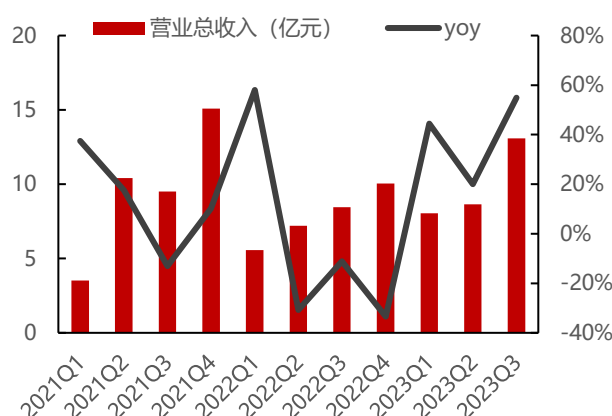
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：公司年度净利润及同比变化



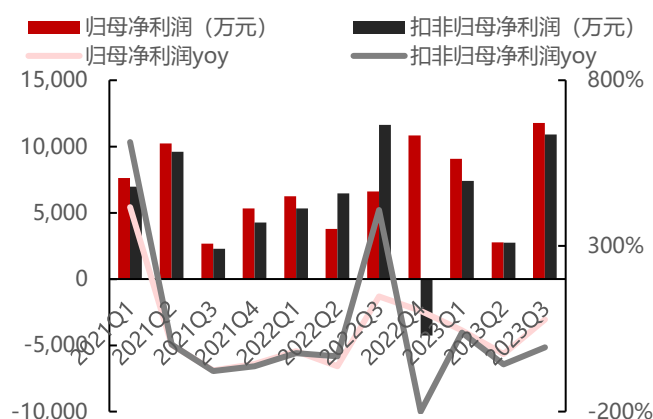
资料来源：wind，民生证券研究院

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

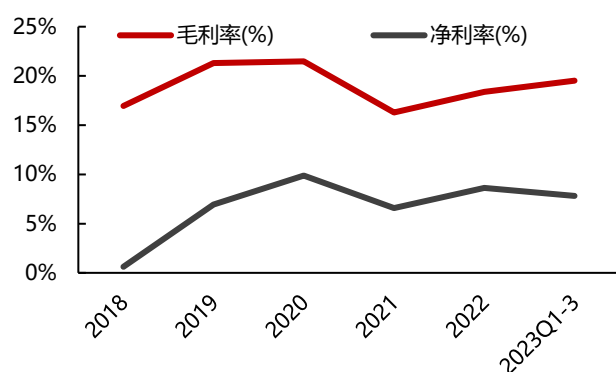
图4：公司分季度净利润及同比变化



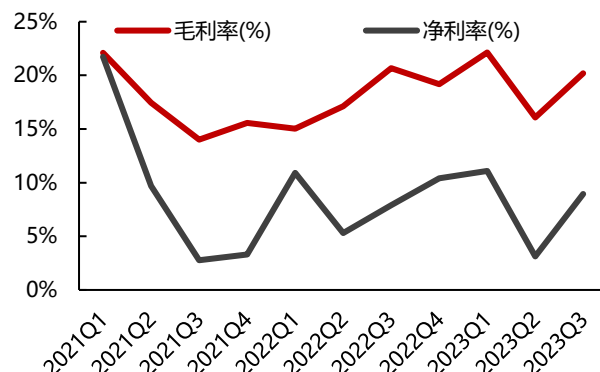
资料来源：wind，民生证券研究院

**盈利能力：**受益于原材料价格下行、出货结构持续优化等，公司 2023 年以来毛利率水平表现较好，前三季度公司毛利率为 19.51%，同比提升 1.52Pcts；23Q3

毛利率为 20.18%，同比基本持平、环比提升 4.11Pcts。前三季度公司净利率为 7.83%，与去年同期基本持平；23Q3 净利率为 8.94%，同比提升 1.03Pcts、环比提升 5.81Pcts；此外，公司在 23Q3 计提了 0.18 亿信用减值损失，前三季度总共计提了 0.48 亿的信用减值损失。

**图5：公司分年度毛利率和净利率变化**


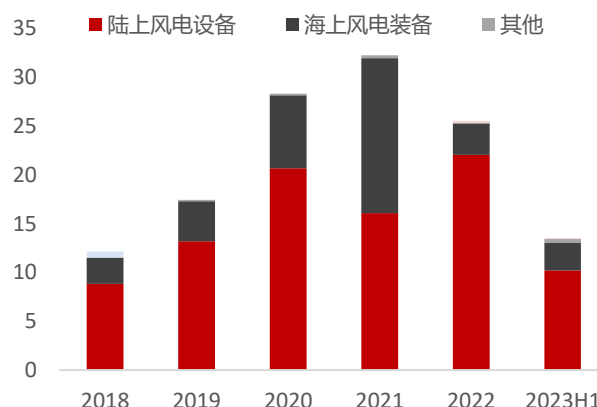
资料来源：wind，民生证券研究院

**图6：公司分季度毛利率和净利率变化**


资料来源：wind，民生证券研究院

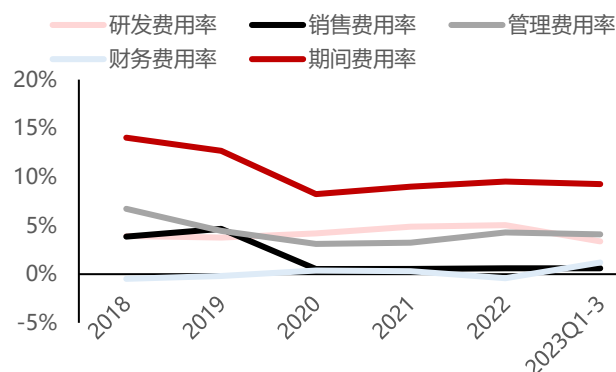
**图7：主要原材料价格情况（含税价，元/吨）**


资料来源：wind，民生证券研究院

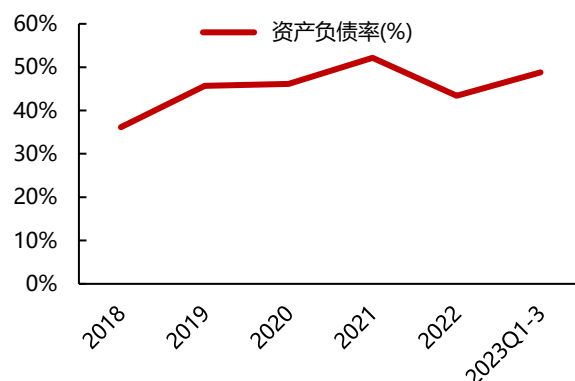
**图8：2018-2023H1 公司营业成本拆分（亿元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

公司资产负债率整体维持较为合理的水平,2018-2021 年有所增长并于 2021 年达到 52.16%，2022 年结构优化后降低至 43.41%；2023Q1-3 为 48.80%。

**图9：公司各费用率情况（单位：%）**


资料来源：wind，民生证券研究院

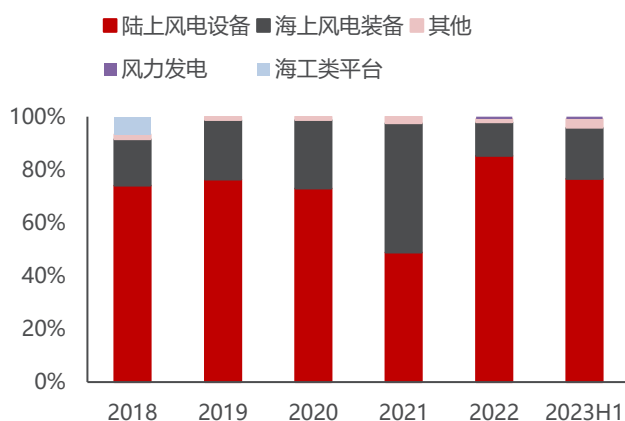
**图10：公司资产负债率情况（单位：%）**


资料来源：wind，民生证券研究院

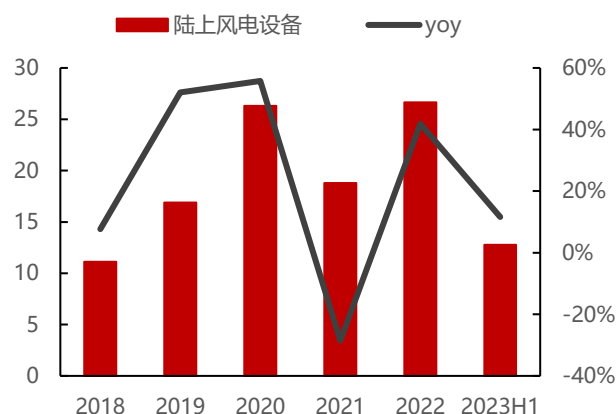
## 1.2 主营业务经营状况

公司主营业务包括陆上与海上风力发电装备、海洋工程装备制造销售以及风电场投资运营业务等。风力发电设备业务方面，主要产品为陆上风电塔筒和海上风电塔筒、导管架、管桩、升压站平台及相关辅件、零件，是陆上及海上风力发电机组的主要部件之一，主要起支撑作用。海洋工程设备业务方面，主要产品为海洋工程平台相关辅件、零件以及用于海洋工程的各类钢结构件。

从营收结构来看，塔筒等陆上风电相关设备为主营业务，2018-2022 年复合年增长率为 24.47%，2022 年营收 26.66 亿元，同比增加 41.84%，占总营收 85.25%；海上风电装备 2018-2022 年复合年增长率为 10.83%，受国内海上风电市场调整期影响，公司相关业务量有所下滑，2022 年营收 3.95 亿元，同比减少 79%。2023H1 陆上和海上营收分别为 12.78/3.23 亿元，同比 +11.60%/+232.06%，营收占比 76.56%/19.34%。

**图11：2018-2023H1 公司分业务收入占比**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图12：2018-2023H1 陆上风电设备营收（亿元）及同比增速（%）**


资料来源：wind，民生证券研究院

**表1：公司主要产品生产销售情况（单位：吨）**

行业分类	项目	单位	2022 年	2021 年	同比增减
陆上风电装备	销售量	吨	314,302.27	227,915.53	37.90%
	生产量	吨	351,675.78	262,004.88	34.22%
	库存量	吨	110,094.88	72,721.37	51.39%
海上风电装备	销售量	吨	58,310.32	190,265.38	-69.35%
	生产量	吨	60,075.05	182,335.85	-67.05%
	库存量	吨	4,917.12	3,152.39	55.98%

数据来源：公司公告，民生证券研究院

## 2 核心看点：外延内功精益求精，双海战略稳扎稳打

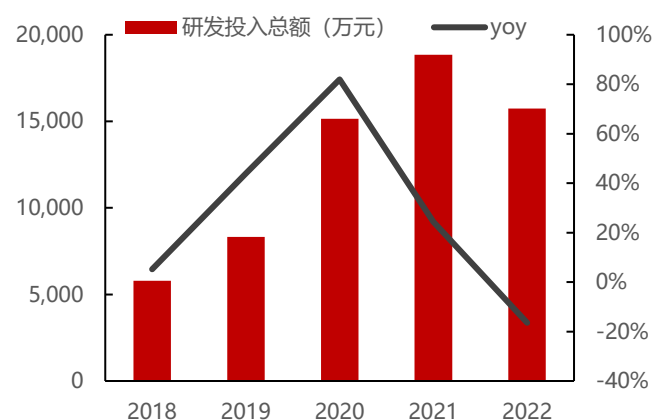
### 2.1 深耕风机塔架行业，外延内功精益求精

**我国最早专业生产风机塔架的公司之一，在全国风机塔架制造业中处于领先地位。**泰胜风能成立于 2001 年，总部位于上海金山区，前身为上海泰胜电力工程机械有限公司，于 2010 年 10 月 19 日成功登陆中国深圳证券交易所创业板。作为国内资质优良、技术优势明显的行业引领者，公司在国内布局生产型分支机构，分别分布于江苏东台、内蒙包头、内蒙呼伦贝尔、新疆哈密等地，并在加拿大安大略省兴建海外生产制造基地，临近中国及北美风资源最优良的地区，具有强大的区域优势，已与 VESTAS、Gamesa、GE wind、金风科技、华能、中广核、大唐等中外知名企业建立了长期合作关系，在风电塔架行业形成了较高的知名度和良好的信誉度。

**外延引入地方国资入主。**公司第一大股东为广州凯得投资控股有限公司，其性质为地方国资控股，因此公司实控人为广州经济技术开发区管理委员会；截至 2023 年三季报末，广州凯得持股比例约为 26.93%。

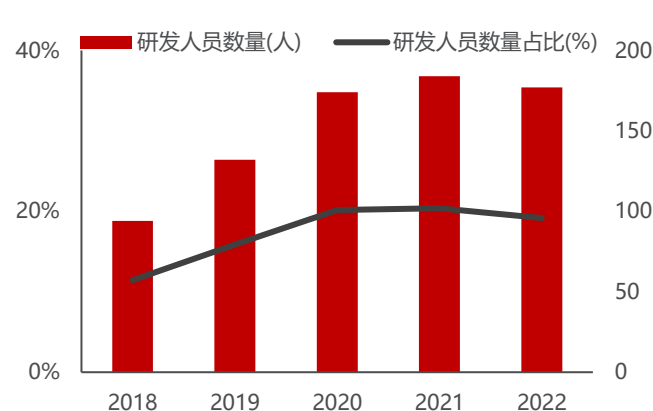
**持续研发投入打好内功。**公司在陆上、海上风电装备领域拥有较强的技术优势，拥有多项专业资质认定，包括国家专精特新“小巨人”、上海市专精特新、上海市企业工程中心、江苏省工程研究中心、江苏省企业技术中心等。随着风机塔架的升级和结构的变化，公司持续研发投入，2018-2022 年研发投入 CAGR 达 28.43%，同时持续推动专利项目研发及申请保护工作，截至 23 年中报已在风电和海洋工程领域获得 300 余项有效专利，涵盖设计、工艺、制造技术、质量检验、配套新型工装等多个方面。

**图13：2018-2022 研发投入总额（万元）及同比增速（%）**



资料来源：wind，民生证券研究院

**图14：2018-2022 研发人员数量及占比**



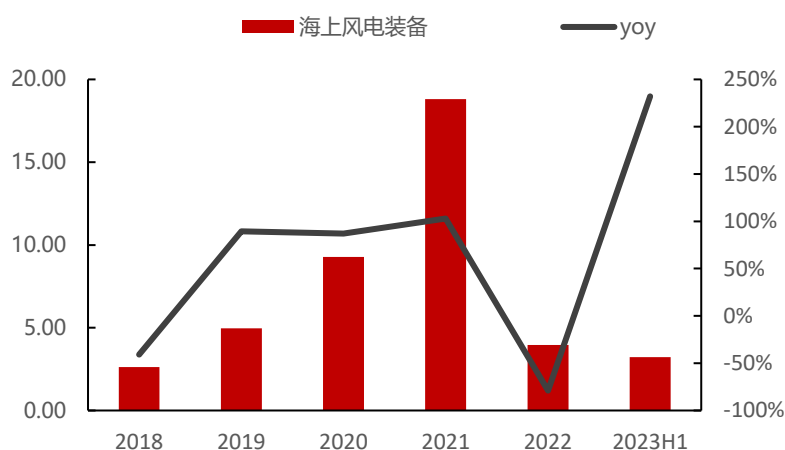
资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.2 深化“双海”战略，产能布局快速跟进

**海上+海外，“双海”战略带来新机遇。**锚定“立足国内风电市场，开拓国际市场；以陆上风电市场为依托，积极开发海上风电市场”的市场目标，公司持续关注陆上、海上、海外三大业务场景的协同效应，优化产能的布局，实现三大业务场景快速稳步增长。

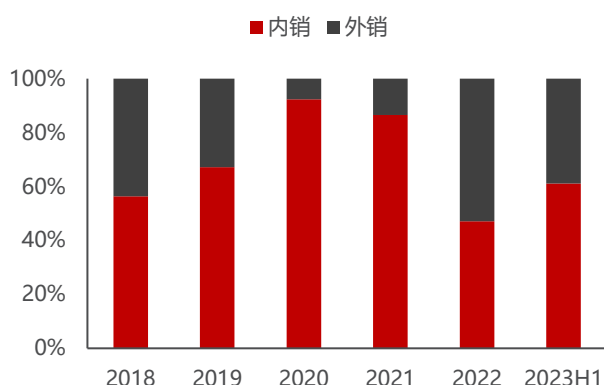
**从海上市场来看，**公司发展态势强劲，2018-2021 年营收复合增速高达 92.95%，2022 年国内海上风电市场处于调整期导致公司相关业务量有所下滑，全年营收 3.95 亿元，同比下降 79%；2023H1 海风实现收入 3.23 亿元，同比 +232.06%、占总营收比重约 19.34%。

**图15：2018-2023H1 海上风电营收（亿元）及同比增速（%）**

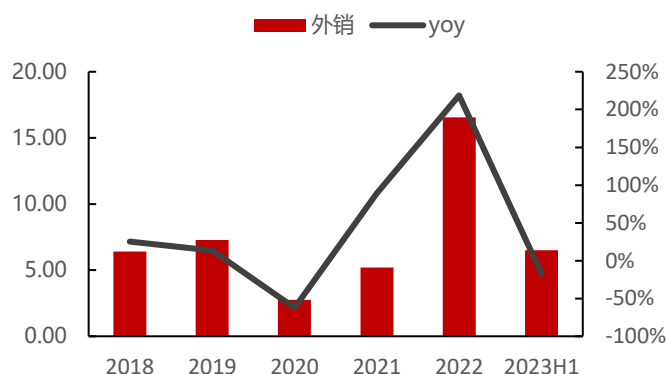


资料来源：wind，民生证券研究院

**从海外市场来看，**公司与多家国际知名企业建立了深厚的合作关系，近年来公司海外收入和订单增长明显，2018-2022 年海外收入年复合增长约 26.72%，2020-2021 受疫情影响业务规模有所缩减，在 2022 年有所改善并达到 16.55 亿元，同比增长 218.68%，占总营收比重约 52.93%。2023H1 海外业务略有下降，实现营收约 6.50 亿元、同比下降 17.50%。

**图16：2018-2023H1 分地区收入占比**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图17：2018-2023H1 海外营业收入（亿元）及同比增速**


资料来源：wind，民生证券研究院

**加快产能布局，打开业务延展空间。**为了进一步扩大产能以应对未来的市场增速，公司正在国内进行多样化市场布局：一方面推进现有产能基地的技术工艺改进，以实现当前产能的最大化释放；另一方面依托国资赋能，积极开拓南方基地以适配海风行业快速发展。

(1) 对于陆上风电业务，公司拟在紧邻国内主要陆上风电市场区域新增产能，在挖掘现有国内布局产能的前提下，做好中部、西部、南部市场的布局。

(2) 对于海外业务，公司正在扬州港附近建设现代化、智能化的新型绿色生产基地，主要用于出口产品的生产，设计年产能25万吨，该出口基地预计2023年内投产。

(3) 对于海上风电业务，公司继续推动广东地区海上风电制造基地的布局工作，尽快完善沿海海上风电产业布局。

**表2：公司主要生产基地布局**

区域	基地	产能
“三北”地区	黑龙江大庆	5万吨
	内蒙古包头	5万吨
	新疆哈密	11万吨
	新疆木垒	3万吨
	新疆阿勒泰吉木乃	3万吨
	新疆若羌	3万吨
华南地区	广西钦州	5万吨
	上海金山	6万吨
东部沿海	江苏东台	5万吨
	江苏启东（蓝岛）	20万吨
	江苏扬州	25万吨

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 3 盈利预测与投资建议

### 3.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要产品包括陆上风电塔筒、海上风电塔筒、海上风电桩基、海上风电导管架等。同时，在传统优势业务的基础上，公司逐步布局风电场投资运营业务等。

**(1) 陆风装备：**结合公司国内以及出口产能投放的节奏，我们预计 23-25 年公司陆风装备出货约为 50/65/75 万吨，实现营收约 41.6/54.0/62.3 亿元；预计随着行业需求增长，公司规模效应释放、出货结构不断优化，毛利率会保持相对稳定的水平。

**(2) 海风装备：**综合考虑 2024 年起国内外海风需求有望陆续放量，公司东部和南部海风基地布局快速跟进，我们预计 23-25 年公司海风装备出货约为 10/20/35 万吨，实现营收约 6.78/15.6/27.3 亿元。

表3：公司主营业务分项预测情况（单位：百万元）

汇总	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,127	4,914	7,059	9,082
YoY	-19%	57%	44%	29%
毛利率	18%	19%	19%	19%
陆风装备	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2666	4156	5402	6233
YoY	42%	56%	30%	15%
毛利率	17%	18%	18%	18%
海风装备	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	395	678	1559	2728
YoY	-79%	71%	130%	75%
毛利率	19%	21%	21%	21%
风力发电	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	28	30	34	37
YoY		10%	10%	10%
毛利率	37%	38%	39%	40%
其他业务	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	38	50	65	84
YoY	-58%	30%	30%	30%
毛利率	73%	66%	66%	66%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

## 3.2 估值分析

公司凭借扎实的技术成本优势、产能布局优势等，积极推进陆上风电、海上风电和海外业务发展，未来发展潜力和业绩弹性预计可观。我们选择同为风电行业优质设备厂商的大金重工、天顺风能、东方电缆、海力风电作为公司估值参考的可比公司。考虑到 2024 年起风电行业需求有望恢复良性增长，公司外延内功精益求精、双海战略稳扎稳打，伴随新增优质产能释放，成长性突出；取 2023 年 11 月 3 日收盘价来看，23-24 年可比公司平均 PE 为 28x/14x，公司对应估值为 23x/14x，处于可比公司平均水平。

**表4：可比公司估值**

代码	公司	现价	EPS			PE		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002487.SZ	大金重工	27.84	0.81	1.24	1.96	34	22	14
002531.SZ	天顺风能	13.92	0.35	0.79	1.13	40	18	12
301155.SZ	海力风电	69.37	0.94	1.63	4.14	74	43	17
603606.SH	东方电缆	45.85	1.22	1.85	2.59	37	25	18
平均值						49	28	14
300129.SZ	泰胜风能	10.28	0.29	0.45	0.75	35	23	14

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价采用 2023 年 11 月 3 日收盘价，可比公司数据采用 wind 一致预期）

## 3.3 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 49.1、70.6、90.8 亿元，增速为 57.1%/43.7%/28.7%；归母净利润分别为 4.2、7.0、9.4 亿元，增速为 52.8%/66.8%/34.0%，对应 23-25 年 PE 为 23x/14x/10x。考虑风电行业需求景气，公司有望深化“双海”战略和产能扩张，提升市场份额，成长性突出，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**表5：公司盈利预测**

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,127	4,914	7,059	9,082
增长率（%）	-18.8	57.1	43.7	28.7
归属母公司股东净利润（百万元）	275	420	701	939
增长率（%）	6.3	52.8	66.8	34.0
每股收益（元）	0.29	0.45	0.75	1.00
PE	35	23	14	10
PB	2.4	2.2	1.9	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价采用 2023 年 11 月 3 日收盘价）

## 4 风险提示

**1) 行业需求不及预期的风险。**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,可能会影响公司业绩。

**2) 原材料价格大幅波动的风险。**原材料的价格波动将直接影响公司的毛利率水平,若未来主要原材料价格出现短期内大幅上涨的情况,将直接影响公司主要产品的销售价格、生产成本及毛利率等,导致公司经营业绩出现波动。

**3) 汇率波动风险。**汇率的波动直接影响到公司出口产品的销售定价和外币资产的折算金额,随着公司“双海战略”的逐步落实,公司出口业务规模逐步扩大,汇率波动给公司的影响或将逐步显现并增大。

### 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,127	4,914	7,059	9,082
营业成本	2,552	3,979	5,704	7,317
营业税金及附加	13	20	28	36
销售费用	19	29	35	45
管理费用	134	197	247	318
研发费用	157	197	282	363
EBIT	232	467	782	1,048
财务费用	-13	0	1	2
资产减值损失	-10	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	298	467	782	1,045
营业外收支	0	-5	-3	-2
利润总额	298	462	779	1,043
所得税	27	46	78	104
净利润	270	416	701	939
归属于母公司净利润	275	420	701	939
EBITDA	330	592	956	1,264

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,273	1,390	1,256	1,223
应收账款及票据	2,106	2,373	3,234	3,882
预付款项	50	80	114	146
存货	1,803	2,180	2,813	3,408
其他流动资产	524	610	673	745
流动资产合计	5,756	6,632	8,089	9,404
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	763	1,221	1,473	1,730
无形资产	209	209	209	209
非流动资产合计	1,415	1,992	2,244	2,501
资产合计	7,172	8,624	10,333	11,904
短期借款	126	126	126	126
应付账款及票据	2,170	2,943	3,828	4,410
其他流动负债	512	714	908	1,078
流动负债合计	2,807	3,783	4,862	5,614
长期借款	0	115	115	115
其他长期负债	306	294	294	294
非流动负债合计	306	409	409	409
负债合计	3,113	4,193	5,272	6,023
股本	935	935	935	935
少数股东权益	19	15	15	15
股东权益合计	4,058	4,432	5,061	5,881
负债和股东权益合计	7,172	8,624	10,333	11,904

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-18.84	57.15	43.67	28.66
EBIT 增长率	-19.05	101.14	67.62	33.90
净利润增长率	6.33	52.84	66.81	33.98
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	18.37	19.02	19.20	19.43
净利率	8.79	8.55	9.93	10.34
总资产收益率 ROA	3.83	4.87	6.78	7.89
净资产收益率 ROE	6.81	9.51	13.89	16.01
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.05	1.75	1.66	1.67
速动比率	1.32	1.09	1.01	0.99
现金比率	0.45	0.37	0.26	0.22
资产负债率 (%)	43.41	48.61	51.02	50.60
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	233.83	170.00	160.00	150.00
存货周转天数	257.84	200.00	180.00	170.00
总资产周转率	0.48	0.62	0.74	0.82
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.29	0.45	0.75	1.00
每股净资产	4.32	4.72	5.40	6.27
每股经营现金流	-0.32	0.82	0.44	0.62
每股股利	0.05	0.08	0.13	0.17
<b>估值分析</b>				
PE	35	23	14	10
PB	2.4	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	27.89	15.53	9.62	7.28
股息收益率 (%)	0.49	0.74	1.24	1.66

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	270	416	701	939
折旧和摊销	98	126	174	217
营运资金变动	-628	168	-501	-595
经营活动现金流	-296	768	409	580
资本开支	-70	-575	-414	-462
投资	1	0	0	0
投资活动现金流	-224	-684	-414	-462
股权募资	1,081	0	0	0
债务募资	88	106	-26	0
筹资活动现金流	1,143	32	-129	-151
现金净流量	593	117	-134	-32

## 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: 公司分年度毛利率和净利率变化.....	4
图 6: 公司分季度毛利率和净利率变化.....	4
图 7: 主要原材料价格情况 (含税价, 元/吨) .....	4
图 8: 2018-2023H1 公司营业成本拆分 (亿元) .....	4
图 9: 公司各费用率情况 (单位: %) .....	5
图 10: 公司资产负债率情况 (单位: %) .....	5
图 11: 2018-2023H1 公司分业务收入占比.....	5
图 12: 2018-2023H1 陆上风电设备营收 (亿元) 及同比增速 (%) .....	5
图 13: 2018-2022 研发投入总额 (万元) 及同比增速 (%) .....	7
图 14: 2018-2022 研发人员数量及占比.....	7
图 15: 2018-2023H1 海上风电营收 (亿元) 及同比增速 (%) .....	8
图 16: 2018-2023H1 分地区收入占比 .....	9
图 17: 2018-2023H1 海外营业收入 (亿元) 及同比增速.....	9

## 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: 吨) .....	6
表 2: 公司主要生产基地布局 .....	9
表 3: 公司主营业务分项预测情况 (单位: 百万元) .....	10
表 4: 可比公司估值 .....	11
表 5: 公司盈利预测 .....	11
公司财务报表数据预测汇总 .....	13

## 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。	公司评级	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
	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026