

泰胜风能(300129)

二十年厉兵秣马，塔筒龙头迎新成长

投资要点：

风电需求拐点或已至，公司作为塔筒领军企业，有望率先受益于需求回暖，公司销售规模与盈利能力有望提升。

深耕风电塔筒，双海驱动成长

公司深耕风电塔筒领域二十余年，凭借较强的产品力与产能布局，已与海内外头部企业建立合作关系，于2013年收购蓝岛海工进军海上风电领域，2022年实现广东国资控股，有望助力公司落实广东及周边地区产能布局，加速推进双海战略，赋能公司产业延伸。受益于行业需求回暖，以及公司出货结构优化，公司2023年前三季度实现营业收入29.8亿元，同比提升40.3%，实现归母净利润2.4亿元，同比提升41.8%。

风电建设加速，塔筒管桩有望率先受益

国内风电行业历经2022-23年的调整，我们认为现阶段处于五年周期的需求拐点，国内陆风有望呈现稳步增长趋势，国内海风随着项目审批进度推进，有望进入到加速建设期。塔筒/管桩作为风电核心部件，有望率先受益于行业需求回暖，我们预计2025年国内塔筒/管桩市场规模有望突破735亿元，2023-25年CAGR有望达到26%。

产能布局持续优化，双海战略加速推进

公司产能布局优异，陆风产能位于新疆等竞争环境较好区域，规划新增广东海风基地进一步完善海风产能布局，扬州基地已投产且开始供货，可承制海风及出口订单，预计24年公司产能或提升至120万吨。公司出海优势显著，22年出口营收同比+219%，营收占比达53%，截至23Q3公司在手/新增海外订单规模达12.9/10.8亿元，均超过2022年全年出口订单规模，有望进一步夯实塔筒出口的市场领先地位。

盈利预测、估值与评级

风电行业有望迎接加速建设期，公司作为风电塔筒领军企业，有望凭借较强的产品力和产能布局，率先受益于需求起量。我们预计公司2023-25年营业收入分别为49.3/71.9/88.7亿元，对应增速分别为57.8%/45.6%/23.5%，归母净利润分别为2.9/6.4/8.9亿元，对应增速分别为5.7%/119.7%/39.2%，EPS分别为0.3/0.7/1.0元/股，对应2023-25年CAGR约75%。绝对估值法测得公司每股价值为10.3元，可比公司2024年平均PE为14倍，考虑到公司较高的成长性并结合行业估值水平综合相对估值法，我们给予公司2024年17倍PE，对应目标价为11.61元/股、市值为108亿元，维持“买入”评级。

风险提示：风电装机不及预期、原材料价格波动、扩产进度不及预期。

行业： 电力设备/风电设备
 投资评级： 买入（维持）
 当前价格： 8.63元
 目标价格： 11.61元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	934.90/648.77
流通A股市值(百万元)	5,598.87
每股净资产(元)	4.53
资产负债率(%)	48.80
一年内最高/最低(元)	12.36/6.93

股价相对走势



作者

分析师：贺朝晖
 执业证书编号：S0590521100002
 邮箱：hezhang@glsc.com.cn
 联系人：陈子锐
 邮箱：chenzr@glsc.com.cn

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3853	3127	4935	7187	8875
增长率(%)	6.90%	-18.84%	57.82%	45.64%	23.49%
EBITDA(百万元)	377	368	597	1091	1436
归母净利润(百万元)	259	275	290	638	888
增长率(%)	-25.87%	6.33%	5.66%	119.74%	39.19%
EPS(元/股)	0.28	0.29	0.31	0.68	0.95
市盈率(P/E)	31.2	29.4	27.8	12.6	9.1
市净率(P/B)	2.9	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	16.9	16.1	11.9	6.2	4.5

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年03月15日收盘价

相关报告

1、《泰胜风能(300129)：盈利能力环比提升，双海战略加速推进》2023.10.26
 2、《泰胜风能(300129)：在手订单充足，双海战略稳步推进》2023.08.25

投资聚焦

核心逻辑

国内需求拐点或已至，公司有望核心受益。随着风电需求阶段性问题逐步改善，行业有望进入加速建设期，我们预计 2023-25 年国内风电新增装机 CAGR 达 26%，公司作为塔筒领军企业有望率先受益于行业需求起量。

产布局逐步完善，双海战略加速落地。2024-25 年是公司双海战略落地的关键时期，随着 23 年扬州工厂投产，公司出海优势进一步夯实，截至 23Q3 海外新增订单达 10.8 亿元；海风方面，我们预计 24 年国内海风需求有望释放，同比或高增，公司坐拥江苏蓝岛基地 20 万吨产能，有望依托广东国资推进广东海风基地落地，进一步提升海风领域竞争力。

不同于市场的观点

海风扩产节奏

市场认为塔筒环节竞争激烈，较为担心盈利能力，尤其是陆风塔筒。我们认为公司产能布局优异，在竞争格局较好且盈利能力较优的新疆地区拥有约 22 万吨产能，有望享受产能布局的先发优势；且近年来公司积极布局出海业务，22 年出口营收同比+219%，营收占比达 53%，随着 23 年扬州出口基地投产，公司出货结构或进一步优化，助推公司陆上风电设备盈利能力稳步提升。

市场担心海风扩产进度。我们认为公司坐拥蓝岛基地 20 万吨产能，可辐射江苏、浙江等地区，且公司在广东海风基地规划产能达 30 万吨，有望在广东国资赋能下加速推进，24 年底或实现批量投产，有助于公司提升在广东等南方地区的竞争力。

核心假设

- 1) 陆上风电设备：预计 2023-25 年公司陆风设备出货分别为 48/65/75 万吨。
- 2) 海上风电设备：预计 2023-25 年公司海风设备出货分别为 9/17/25 万吨。
- 3) 盈利能力：我们预计随着行业需求回暖、带动公司交付规模提升以及交付结构的改善，公司毛利率有望稳步提升，我们预计公司 2023-25 年毛利率分别为 19.1%/20.1%/20.9%。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2023-25 年营业收入分别为 49.3/71.9/88.7 亿元，对应增速分别为 57.8%/45.6%/23.5%，归母净利润分别为 2.9/6.4/8.9 亿元，对应增速分别为 5.7%/119.7%/39.2%，EPS 分别为 0.3/0.7/1.0 元/股，对应 2023-25 年 CAGR 约 75%。绝对估值法测得公司每股价值为 10.3 元，可比公司 2024 年平均 PE 为 14 倍，考虑到公司较高的成长性并结合行业估值水平综合相对估值法，我们给予公司 2024 年 17 倍 PE，对应目标价为 11.61 元/股、市值为 108 亿元，维持“买入”评级。

正文目录

1.	风电塔筒龙头，加速推进双海战略.....	5
1.1	深耕风电塔筒制造，国资赋能再出发.....	5
1.2	业绩稳步提升，盈利能力改善.....	8
2.	风电建设加速，塔筒管桩有望率先受益.....	10
2.1	国内风电需求有望回暖.....	10
2.2	受益海风兴起，塔筒市场空间广阔.....	12
2.3	海外风电有望加速，国内企业有望受益.....	15
3.	加速产能布局，落实双海战略.....	17
3.1	产能稳步扩张，盈利持续领先.....	17
3.2	出海优势明显，订单储备充足.....	18
3.3	延伸价值链，多元化发展.....	20
4.	盈利预测、估值与投资建议.....	22
4.1	盈利预测.....	22
4.2	估值与投资建议.....	23
5.	风险提示.....	24

图表目录

图表 1:	泰胜风能发展历程.....	5
图表 2:	公司股权架构（截至 2023Q3）.....	6
图表 3:	公司业务结构.....	7
图表 4:	公司营业收入分产品构成.....	7
图表 5:	公司营业收入分地区构成.....	7
图表 6:	公司营业收入.....	8
图表 7:	公司归母净利润.....	8
图表 8:	公司整体及各业务毛利率情况.....	9
图表 9:	近年公司期间费用率情况.....	9
图表 10:	风电月度累计装机及 2023 年同比增速（GW、%）.....	10
图表 11:	风电月度新增装机及 2023 年同比增速（GW、%）.....	10
图表 12:	近年我国陆上风机招标规模.....	10
图表 13:	近年我国海上风机招标规模.....	10
图表 14:	2023 年我国陆上风机招标规模.....	11
图表 15:	2023 年我国海上风机招标规模.....	11
图表 16:	国内风电新增装机预测.....	12
图表 17:	塔筒桩基示意图.....	12
图表 18:	国内陆上风电项目成本拆分.....	13
图表 19:	国内海上风电项目成本拆分.....	13
图表 20:	不同机型对应海塔单位用量.....	13
图表 21:	不同机型、水深对应桩基重量.....	14
图表 22:	国内陆塔&海塔/桩市场空间测算.....	15
图表 23:	2021 风电新增装机量中国与海外占比.....	15
图表 24:	2022 风电新增装机量中国与海外占比.....	15
图表 25:	海外陆上风电新增装机量预测（MW）.....	16
图表 26:	海外海上风电新增装机量预测（MW）.....	16
图表 27:	欧洲塔筒供需预测.....	16
图表 28:	欧洲管桩供需预测.....	16
图表 29:	公司产能预测（万吨）.....	17

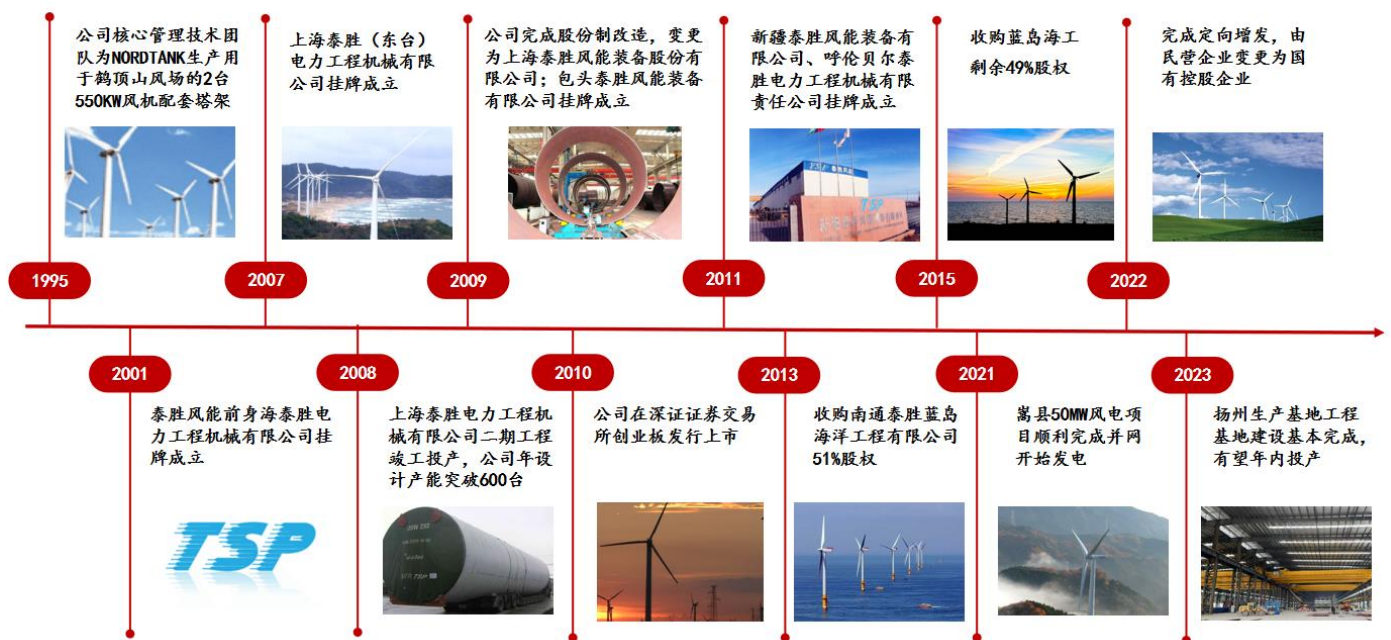
图表 30:	泰胜扬州基地展示图	18
图表 31:	泰胜蓝岛厂区图	18
图表 32:	公司近年毛利率	18
图表 33:	塔筒企业近年塔筒业务毛利率	18
图表 34:	公司销售网络分布	19
图表 35:	公司核心客户概览	19
图表 36:	公司扬州工厂首批出口产品如期交付	19
图表 37:	塔筒企业近年海外营收对比 (亿元)	20
图表 38:	塔筒企业出海营收比例对比	20
图表 39:	公司海外在手订单及新增订单规模 (亿元)	20
图表 40:	风电混塔优势	21
图表 41:	公司混塔项目交付现场	21
图表 42:	公司主营业务营收及毛利率测算汇总 (亿元)	22
图表 43:	基本假设关键参数	23
图表 44:	FCFF 测算结果	23
图表 45:	FCFF 模型敏感性测试 (元)	23
图表 46:	泰胜风能可比公司估值	24

1. 风电塔筒龙头，加速推进双海战略

1.1 深耕风电塔筒制造，国资赋能再出发

深耕风电塔筒制造二十年有余，积极拓展价值链。公司前身为 2001 年成立的上海泰胜电力工程机械有限公司，是中国最早专业从事风机塔架制造的公司之一。2009 年，公司完成股份制改造，并于 2010 年在深交所发行上市。上市后，公司不断完善海工业务布局，在 2013 年至 2015 年期间逐步完成了对南通泰胜蓝岛海洋工程有限公司的股权收购。为增强下一阶段发展动能，公司逐步布局风电场投资运营业务，延伸产业价值链。2021 年，嵩县 50MW 风电项目顺利完成并网开始发电，实现了公司风电场开发“零”的突破。截至 2023 年年中，公司扬州基地已建成投产，设计年产能达 25 万吨，能够更好地适应风塔大型化趋势，也为公司拓展海外业务添砖加瓦。

图表1：泰胜风能发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

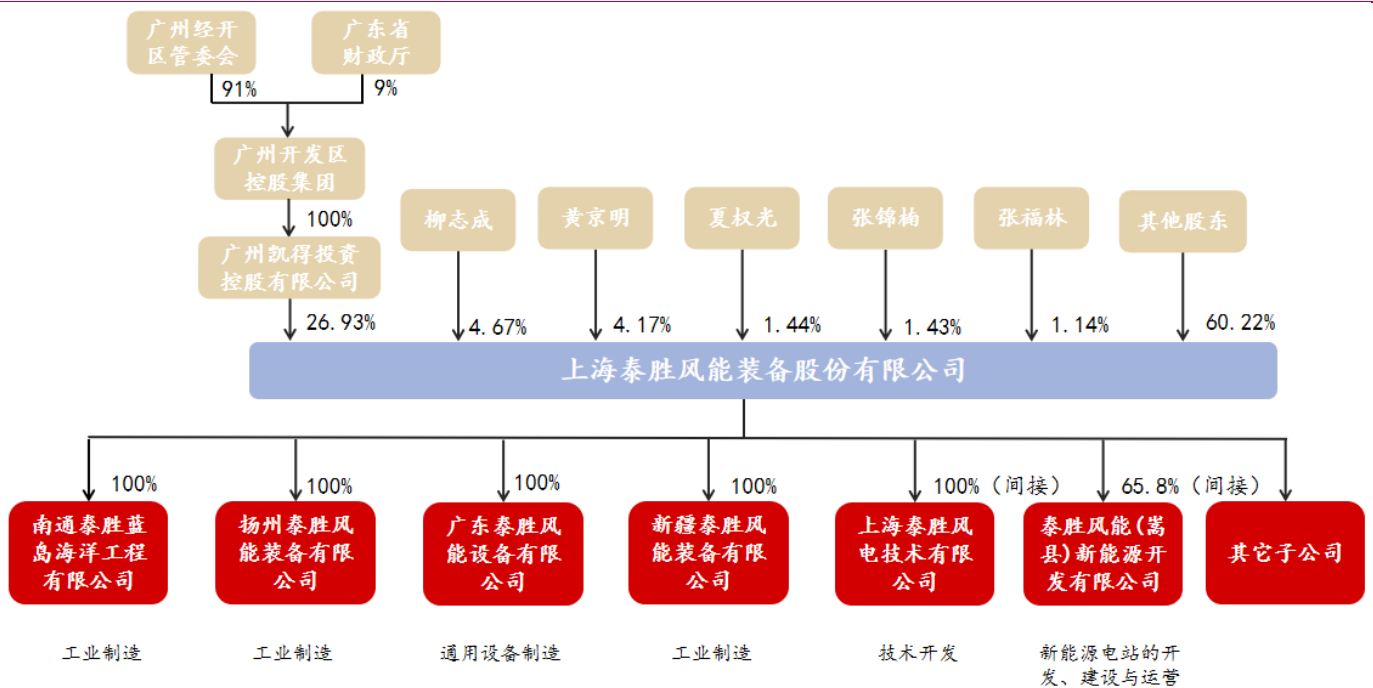
国资控股赋能，未来发展可期。2022年6月，公司完成向广州凯得投资控股有限公司的定向增发；同年7月，柳志成、黄京明、张锦楠、夏权光、张福林组成的一致行动人解除一致行动关系，广州经济技术开发区管理委员会通过广州凯得投资控股有限公司间接持股 26.93%，成为公司实际控制人。国资背景赋予公司深厚的资源优势与强大的资金实力，助力公司持续优化风电业务布局，加速双海战略的推进，有望提升公司的市场竞争力。

公司积极探索风电产业链的延伸。截至 2023 年中，公司共控股 37 家子/孙公司，覆盖风电设备制造加工、新能源电站开发运营、新兴能源技术研发等业务。公司高度重视海工业务的拓展，拓展出海+海风两大业务。2015 年，公司完成对蓝岛海工的收

购；2018年，公司成立泰胜风能(嵩县)新能源开发有限公司，开展新能源电站的开发、建设、运营业务；2022年1月，公司成立扬州泰胜风能装备有限公司，将扬州基地定位为专业的塔筒出口生产基地；同年8月，公司成立广东泰胜风能设备有限公司，计划在广东新增海上风电基地。

定增预案落地，控股股东全认坚定信心。24年2月2日，公司发布定增预案公告，拟向控股股东广州凯德发行股票募资总额不超过12亿元，广州凯德全额认购本次发行的股票后，持股比例将提升至38.43%，彰显国资对公司未来发展信心，也有望缓解公司运营资金压力，或赋能公司长期业务发展。

图表2：公司股权架构（截至2023Q3）



资料来源：公司公告，wind，国联证券研究所

从业务结构看，公司业务可划分为风力发电设备业务、海洋工程设备业务、风电场投资运营业务三大方面。其中，风力发电设备业务是公司营业收入的主要来源，塔筒桩基为公司核心产品，包括陆上风电塔架和海上风电塔筒、导管架、管桩等。在塔架核心业务基础上，公司正积极探索风电场开发等产业链相关的业务拓展计划。

图表3: 公司业务结构



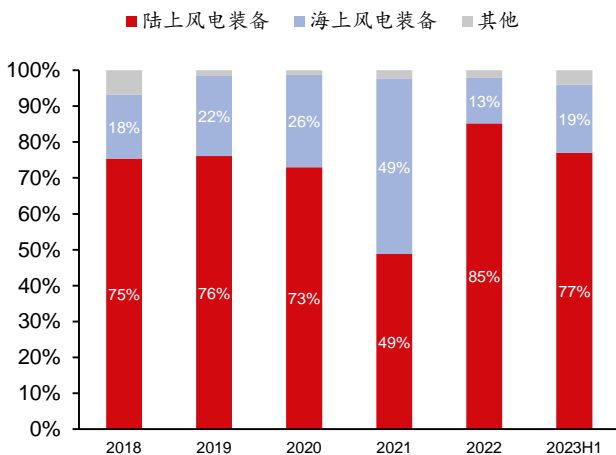
资料来源: 公司官网, 国联证券研究所

从产品结构看, 陆上风电装备和海上风电装备贡献了公司绝大部分营业收入。其中, 陆风装备收入占比维持较高水平, 但随着未来海上风电市场需求的放量, 海风装备收入占比总体有望提升。2021年, 受益海上风电“抢装潮”, 海风装备收入占比达49%; 2022年, 国内海上风电市场处于调整期, 公司海风塔筒出货量同比下降69%, 海风装备收入占比下降至13%。

分地区看, 近年公司外销收入占比变化较大, 主要系国内风电政策调整所致。2020-2021年, 相关政策出台明确风电国家补贴退出时间点, 国内风电装机需求快速放量, 加之公司产能限制, 外销收入占比分别为8%/13%。2022年, 海外陆上风电发展态势良好, 公司承接出口订单大幅增加, 出口收入占比回升至53%。

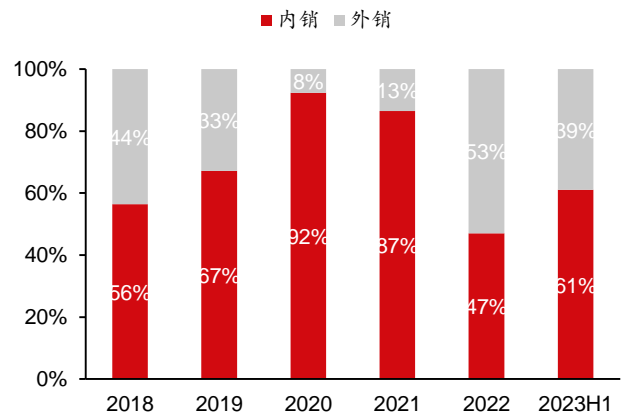
未来随着双海产能逐步释放, 公司产品出货结构有望持续优化, 海风与出口收入比例有望进一步提升。

图表4: 公司营业收入分产品构成



资料来源: iFind, 国联证券研究所

图表5: 公司营业收入分地区构成



资料来源: iFind, 国联证券研究所

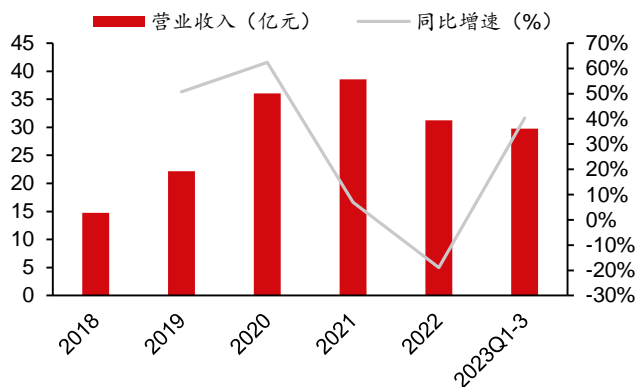
1.2 业绩稳步提升，盈利能力改善

2018-2021 年受益于风电行业高景气，公司实现业绩高增。2018-2019 年，得益于国家政策扶持，风电行业发展迅速，公司营业收入从 14.73 亿元提升至 22.19 亿元，归母净利润从 0.11 亿元增长至 1.54 亿元。2020 年，受国家陆风补贴政策调整影响，陆上风电行业出现“抢装”，公司实现营收 36.04 亿元，同比增加 62%，归母净利润 3.49 亿元，同比增加 127%。2021 年，海上风电“抢装潮”深入开展，海风市场需求快速放量，实现营收 38.53 亿元同比增加 7%；但受产业链降本压力影响，归母净利润下滑至 2.59 亿元同比下降 26%。

海风国家补贴退出，2022 年业绩短期承压。受国内海上风电需求阶段性下滑影响，国内海风市场处于调整期，公司实现营业收入 31.27 亿元同比下降 19%，归母净利润 2.75 亿元同比上升 6%。

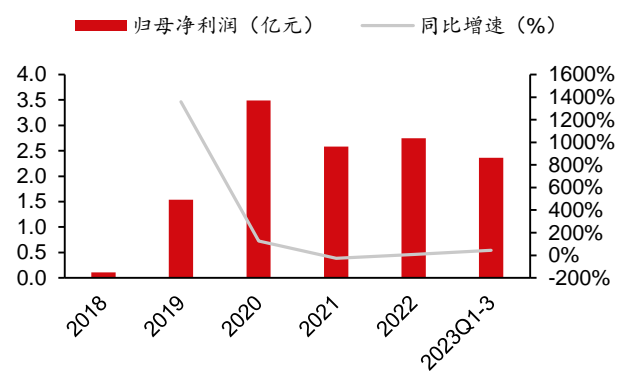
2023 前三季度业绩优异。受益风电行业景气度提升，23Q1-Q3 公司陆上风电收入同比增长，实现营收 29.78 亿元，同比增长 40.29%；实现归母净利润 2.36 亿元，同比提升 41.82%。未来随着海上风电装机需求的回暖，以及公司产能布局的不断完善，公司盈利能力有望进一步提升。

图表6：公司营业收入



资料来源：iFind，国联证券研究所

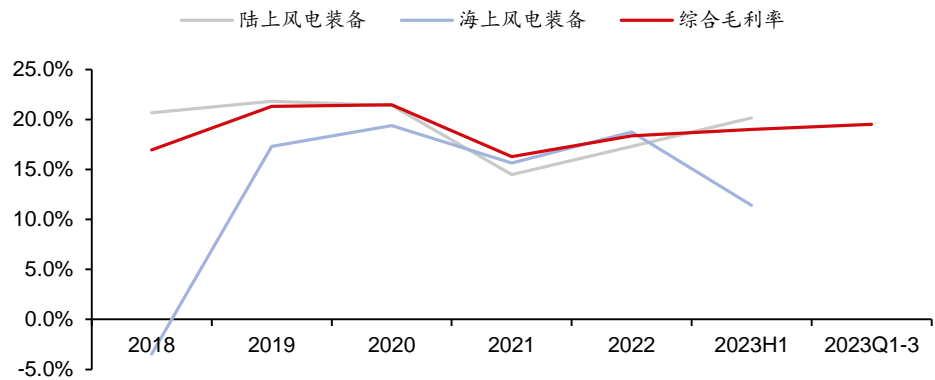
图表7：公司归母净利润



资料来源：iFind，国联证券研究所

毛利率有所波动，未来有望稳步提升。2018-2020 年，受益风电市场景气，公司综合毛利率稳中有进，分别达 16.9%/21.3%/21.5%。2021 年，疫情叠加原材料价格上涨，加之陆上风电产业链降本压力增大，综合毛利率下滑至 16.3%。2022 年，新增毛利率较高的风力发电类业务收入，加之出海业务收入占比提升，公司综合毛利率回升至 18.37%。未来海上风电装机需求有望复苏，叠加公司产品结构持续优化、海外市场逐步拓展，毛利率有望进一步提升。

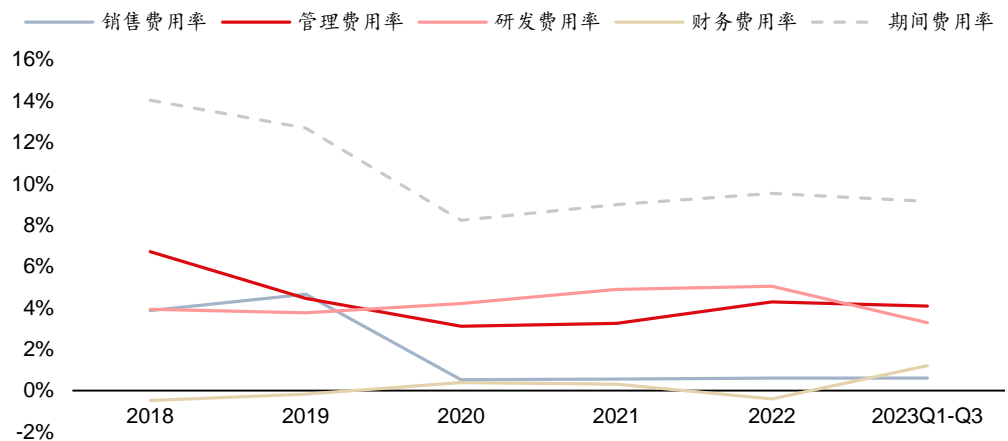
图表8：公司整体及各业务毛利率情况



资料来源：iFinD，国联证券研究所

期间费用率稳定，研发投入持续加大。近年来，公司期间费用率呈下降趋势，主要受益于营收规模的扩大以及管理能力提升，2018-22年公司管理费用率从6.72%下降至4.29%。研发费用呈上升趋势，主要系公司持续加大研发投入，积极开展技术研发工作，截至2023年中，公司已在风电和海工领域获得300余项有效专利，有望凭借更强的技术能力以及产品力，在市场竞争中取得领先。

图表9：近年公司期间费用率情况



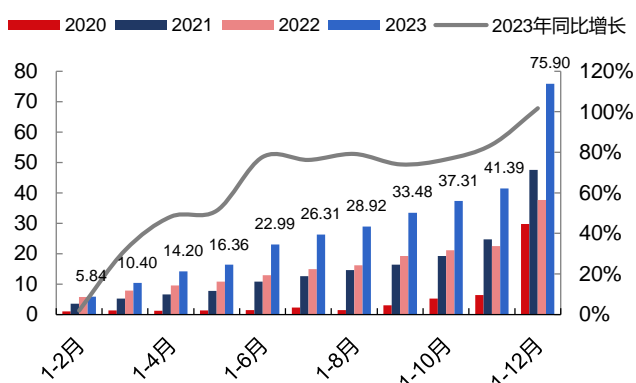
资料来源：wind，国联证券研究所

2. 风电建设加速，塔筒管桩有望率先受益

2.1 国内风电需求有望回暖

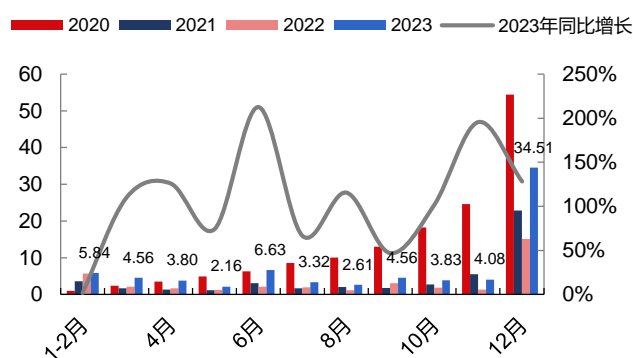
新增装机规模同比提升，海风装机不及预期。2023年国内风电累计新增装机75.90GW，同比+101.7%，其中12月新增34.51GW，同比+128.39%。国内风电新增装机规模保持高增长趋势。根据中电联披露，2023年国内海风新增装机达6.82GW，增速略逊预期，主要系广东、江苏重点海风项目建设进度延缓。

图表10：风电月度累计装机及2023年同比增速(GW、%)



资料来源：国家能源局、国联证券研究所

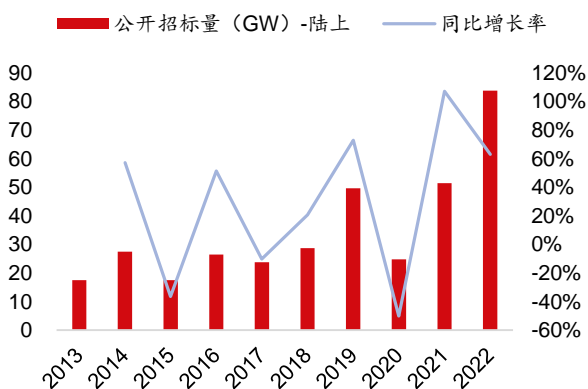
图表11：风电月度新增装机及2023年同比增速(GW、%)



资料来源：国家能源局、国联证券研究所

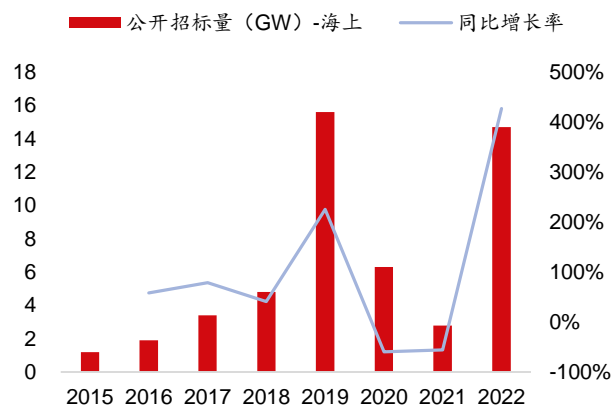
2021年以来，风电行业受强装后需求透支、疫情、海风项目延期等不利因素影响，建设进度不及预期，促使招标量大于新增装机量。根据金风科技与CWEA披露，2021/2022年国内招标量分别为54.2/98.5GW，而装机量分别47.57/37.63GW，近两年已招标未装机规模已达67.4GW。根据我们统计，2023年风电招标接近60GW，招标量与新增装机量的差异扩大。

图表12：近年我国陆上风机招标规模



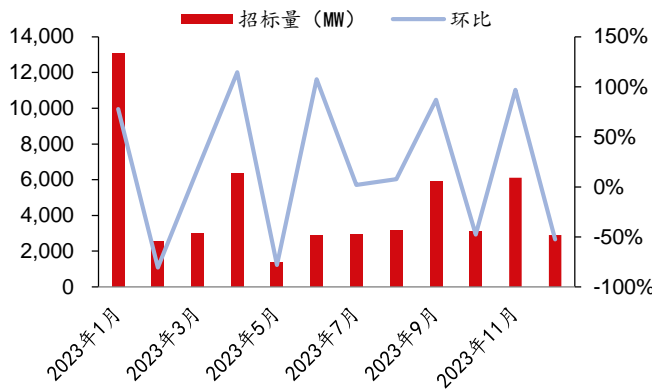
资料来源：金风科技公告、国联证券研究所

图表13：近年我国海上风机招标规模



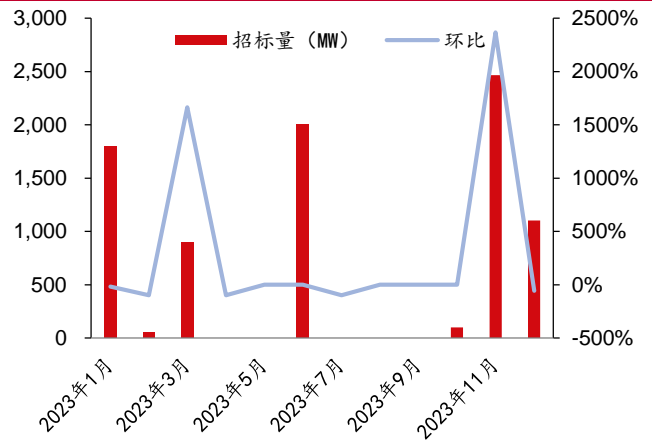
资料来源：金风科技公告、国联证券研究所

图表14：2023年我国陆上风机招标规模



资料来源：风电头条、风芒能源、每日风电、国联证券研究所

图表15：2023年我国海上风机招标规模



资料来源：风电头条、风芒能源、每日风电、国联证券研究所

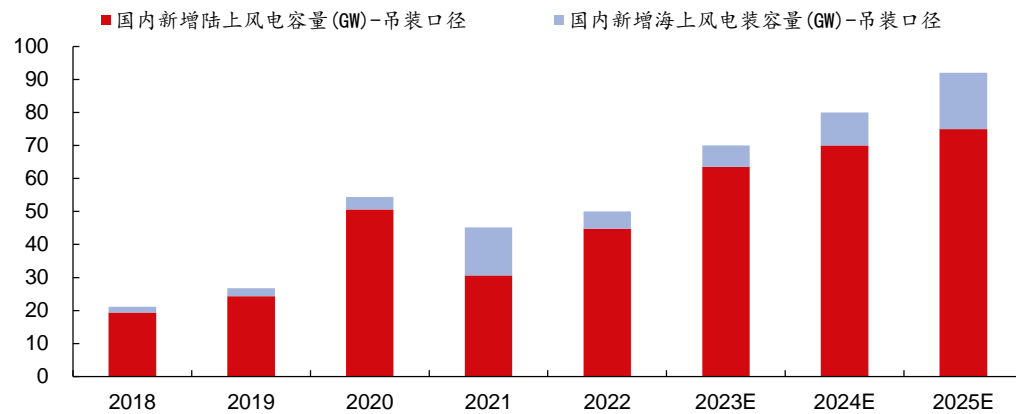
国内风电需求阶段性问题改善，装机拐点或已至。2023年9月以来，国内海风变化积极，以广东、江苏为首的海上风电项目的审批及开工进度好转，1) 江苏存量海风项目获开工核准、2) 广东青洲、帆石项目审批推进、3) 多个国内海风项目施工推进。

海风有望进入加速建设期。随着江苏和广东重点项目稳步推进，风电需求阶段性问题有望逐步解决，海风招标有望回暖，2024-25年需求的确定性有望增强，行业或进入到加速建设期，我们预计2023-25年国内海风新增装机有望达6.5/10/17GW，2023-25年复合增速接近70%。

陆风方面，国内陆上风电装机或呈稳增长趋势。自2020年国内陆上风电国补退坡后，2021陆风装机需求阶段性调整，2021-22年国内陆风新增装机量（吊装口径）分别达31/45GW，同比分别-39%/+46%。现阶段国内陆上风电已过渡到平价阶段，未来有望保持稳定增长。

展望2024-25年，随着限制因素逐步解除，2024-25年国内风电有望进入**加速建设期**，我们预计2024-25年国内风电新增装机（吊装口径）有望达70//80/92GW，2023-25年CAGR为15%。

图表16: 国内风电新增装机预测

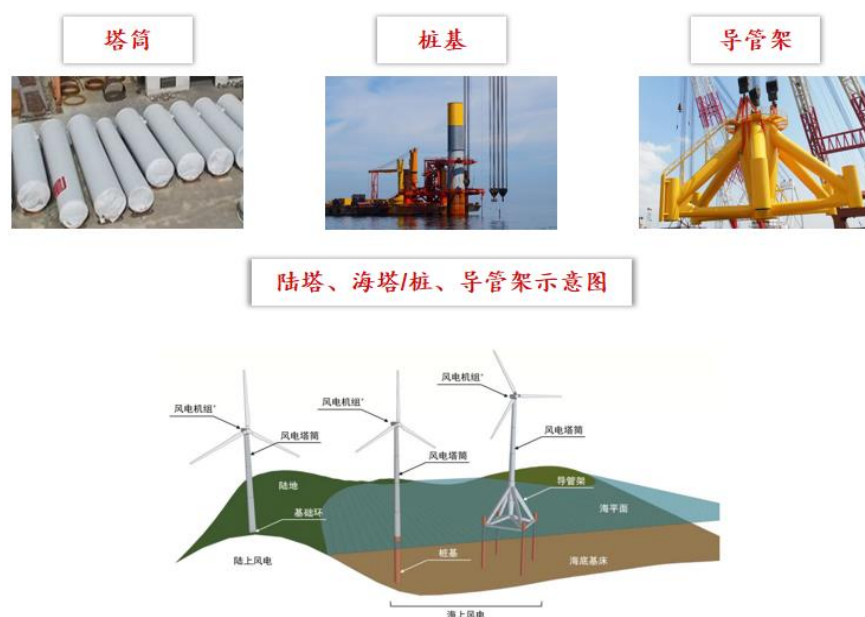


资料来源: CWEA、国联证券研究所

2.2 受益海风兴起，塔筒市场空间广阔

塔筒是风力发电机组的核心部件，桩基及导管架是海上风电新增用量。塔筒作为风电机组和基础环（或桩基、导管架）间的连接构件，传递上部数百吨重的风电机组重量，起到支撑机组、吸纳机组振动等作用。其内部有爬梯、电缆梯、平台等内件结构，以满足风电机组运营、维护所需。相较于陆上风电，海上风电除水面上的塔筒外，还需要水面下用于支撑、固定塔筒及机组的桩基（或导管架），其上端与塔筒连接，下端嵌入海床地基中。

图表17: 塔筒桩基示意图

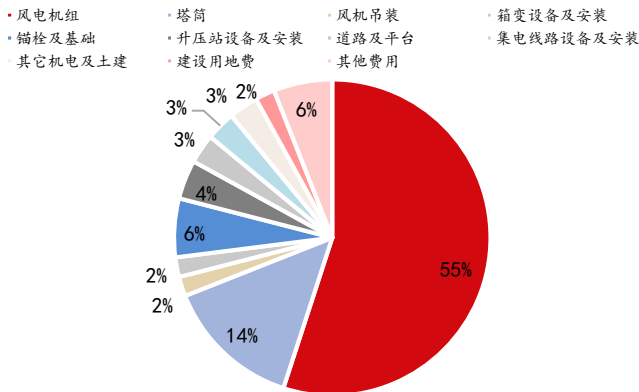


资料来源: 海力风电招股说明书、国联证券研究所

风电基础是核心风电部件之一。根据西北勘探设计研究院披露，塔筒占国内陆上

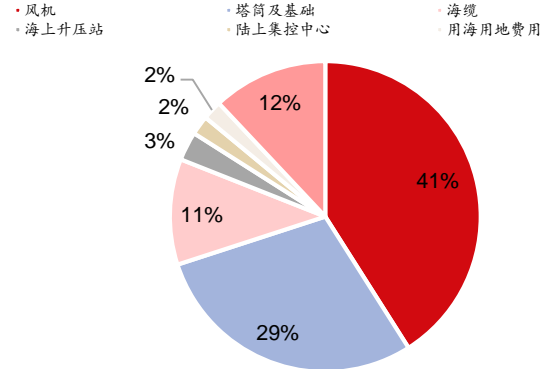
风电项目的成本比例为 14%；海上风电方面，基础环节受益于新增水下设备管桩/导管架，占海上风电投资成本的比例为 29%。

图表18：国内陆上风电项目成本拆分



资料来源：西北勘探设计研究院，国联证券研究所

图表19：国内海上风电项目成本拆分



资料来源：金长营《海上风电项目全寿命周期的成本构成及其敏感性分析》，国联证券研究所

大型化趋势下，海塔/桩基盈利稳定。海塔方面，在风电机组的大型化进程中，为获取更多风能，叶轮直径不断增大，轮毂中心高度不断提升，对稳定性提出了更高标准的要求。塔筒作为支撑机组的主要构件，需要随风机功率的提升增加其厚度与高度以满足机组的高度及稳定性要求。因而塔筒重量随之提升，摊薄后单位用量维持稳定。据海力风电招股书，海上塔筒的平均单位用量约为 65 吨/MW。

管桩方面，海上风电由近海向深远海进发，项目水深不断增大，加之海床条件复杂带来更高的打桩难度，带动了桩基与导管架的升级。管桩单位用量随水深增加而提升，弥补了大型化对管桩单位用量的摊薄。根据海力风电招股书披露，4MW 海上风机的单桩重量在水深 10 米以下时达到 550-700 吨，水深 10-19 米时，单桩重量在 600-850 吨，20-24 米时，单桩重量达 900-950 吨；5.5MW 海上风机的单桩重量在水深 25 米以下可达 1300 吨，深远海进程较快的欧洲，在水深超过 50 米的应用场景，已出现重量超过 3000 吨的单桩基础。

图表20：不同机型对应海塔单位用量

单机功率 (MW)	离岸距离	海塔用量 (吨)	海塔单位用量 (吨/MW)
3.3		200	61
4.0	60 千米以上	250-300	63-75
4.2	江苏沿海	250	60
5.0	30 千米以上	300-350	60-70
5.5		450	82
6.0	山东沿海	350	58
6.5	江苏沿海	400	62
8.0	山东沿海	500	63

资料来源：海力风电招股说明书、国联证券研究所

图表21：不同机型、水深对应桩基重量

单机功率 (MW)	水深 (米)	单桩重量 (吨)	桩基单位用量 (吨/MW)
4.0	0-4	550	138
	5-9	700	175
	10-14	600	150
		750	188
		800	200
		850	213
	15-19	700	175
		800	200
		850	213
		900	225
	20-24	950	238
		12	750
	22	879	220
5.5	25	1300	236
8.0	39	2400	300
>15	50	3000	

资料来源：海力风电招股说明书、国联证券研究所

2025 年国内陆风塔筒，海塔/管桩规模有望分别突破 300/423 亿元。根据我们测算，2025 年国内陆风塔筒需求有望达到 400 万吨，对应市场规模突破 312 亿元。海风方面，受益于海风需求回暖，我们预计 2025 年国内海塔/桩需求有望达到 451 万吨，对应市场规模突破 423 亿元。整体来看，2025 年国内陆塔&海塔/桩市场规模有望突破 735 亿元，2023-25 年 CAGR 达 26%。

图表22：国内陆塔&海塔/桩市场空间测算

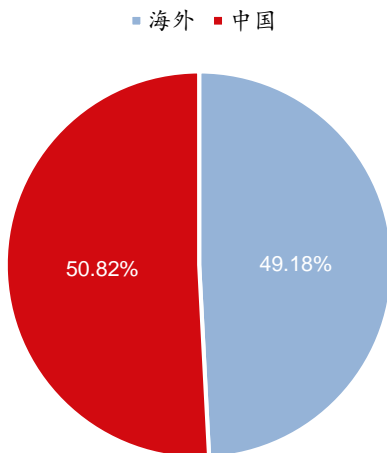
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
国内新增陆上风电容量(GW)	31	45	64	70	80
国内新增海上风电装机容量(GW)	14	5	6.5	10	17
陆风塔筒单 GW 用量 (万吨/GW)	7	6.5	6	5.5	5
海风塔筒单 GW 用量 (万吨/GW)	8	7.3	7	6.7	6.5
海风基础(管桩、导管架)单 GW 用量 (万吨/GW)	20	20	20	20	20
国内陆风塔筒需求(万吨)	217	293	381	385	400
国内海风基础需求(万吨)	392	137	176	267	451
国内陆塔&海塔/桩总需求(万吨)	609	429	557	652	851
陆上风电塔筒价格(万元/吨)	0.8	0.78	0.78	0.78	0.78
海上风电塔筒/基础价格(万元/吨)	0.95	0.94	0.94	0.94	0.94
国内陆风塔筒市场规模(亿元)	174	228	297	300	312
国内海塔/桩市场规模(亿元)	372	128	165	251	423
国内塔筒及管桩市场规模(亿元)	546	356	462	551	735

资料来源：CWEA，公司公告，国联证券研究所

2.3 海外风电有望加速，国内企业有望受益

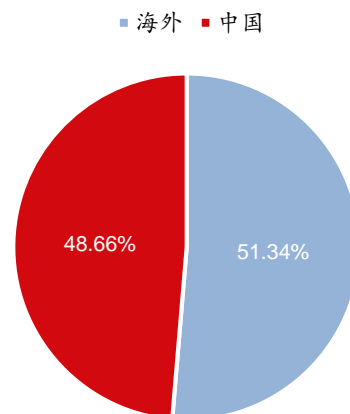
从新增装机规模的份额来看，近两年国内风电市场占全球风电市场比例约为 50%。根据 GWEC 测算，除中国外的海外地区 2023-26 年陆上风电装机有望达到 38/45/48/55GW，对应 2023-26 年 CAGR 达 13%；海上风电方面，海外地区 2023-26 年海上风电装机量有望达到 7/6/15/18GW，对应 2023-26 年 CAGR 达 33%。

图表23：2021 风电新增装机量中国与海外占比



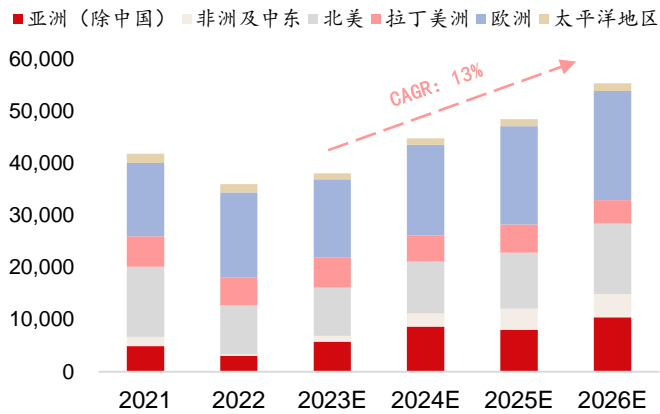
资料来源：GWEC，国联证券研究所

图表24：2022 风电新增装机量中国与海外占比



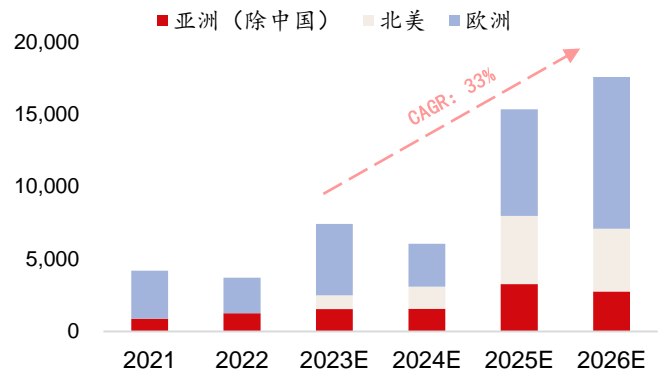
资料来源：GWEC，国联证券研究所

图表25: 海外陆上风电新增装机量预测 (MW)



资料来源: GWEC, 国联证券研究所

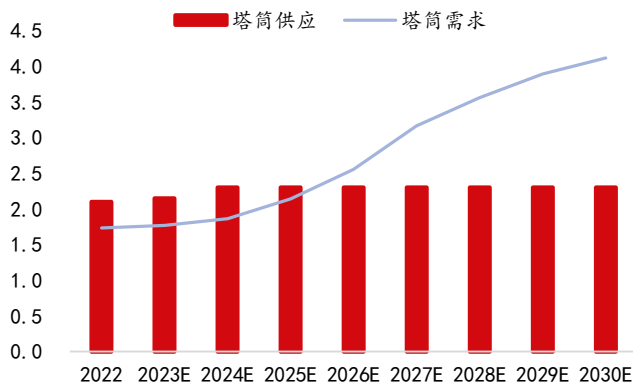
图表26: 海外海上风电新增装机量预测 (MW)



资料来源: GWEC, 国联证券研究所

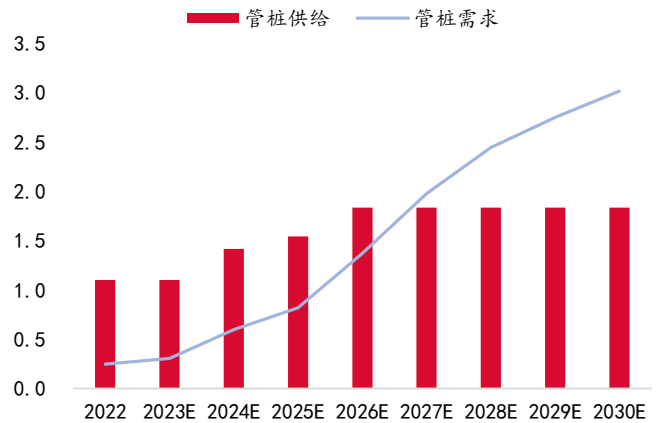
在需求高增的背景下, 海外市场本地产能或存在缺口, 国内企业有望受益。以欧洲的塔筒/管桩市场为例, 根据 Rystad Energy 披露, 2022 年欧洲本土塔筒 (陆+海) 与管桩产能分别为 210 万吨与 110 万吨, 预计欧洲塔筒与管桩需求将分别于 2026 与 2027 年超过其本地产能。2030 年欧洲塔筒与管桩、供给缺口合计达 299 万吨, 考虑到单 GW 塔筒+基础用量在 25-28 万吨左右, 则到 2030 年, 欧洲塔筒及基础缺口约达 11GW。

图表27: 欧洲塔筒供需预测



资料来源: Rystad Energy, 国联证券研究所

图表28: 欧洲管桩供需预测



资料来源: Rystad Energy, 国联证券研究所

3. 加速产能布局，落实双海战略

3.1 产能稳步扩张，盈利持续领先

产能布局持续完善。经过多年深耕，公司已形成华东/华北/西北/东北/华南五个战略区域，可有效降低运输成本、提高产品竞争力、加强公司与供应商及客户间业务黏性，提升公司现场技术服务及售后维护服务能力。

近年来公司积极在新疆、黄河上游等地区陆风塔筒产能，其中截至 2023 年底，公司在新疆地区拥有产能达 22 万吨，在头部塔筒企业里领先，且新疆地区竞争格局相对较为良好，对产品质量要求更高，公司有望率先受益新疆地区风电装机需求释放，提升营收规模的同时也有助于提高盈利能力，且随着限制因素逐步解除，未来公司新疆产能或助力开拓中亚地区出口业务。

图表29：公司产能预测（万吨）

类别	基地	2022	2023	2024E
陆上	上海金山	6	6	6
	内蒙古包头	5	7	7
	新疆阿勒泰	3		
	新疆木垒	3		
	新疆哈密	11	22	22
	新疆若羌			
	黑龙江大庆	5	5	5
	广东珠海	5	5	5
	陆上合计	38	45	45
	海上	江苏蓝岛	20	20
广东				30
海上合计		20	20	50
海陆兼顾	江苏扬州		25	25
产能合计		58	90	120

资料来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

“双海”产能加速扩张。公司新建扬州基地，于 23 年中投产，兼顾出口及国内海风产品，年产能达 25 万吨。扬州基地专门为制造大直径、大规格的高端塔筒而打造，最大可以生产直径 8 米、长度 50 米、重量 260 吨的单段塔筒。国内海风方面，公司现有蓝岛海工基地设计产能达 20 万吨且兼顾出口，同时公司规划再广东投建海上风电基地，规划产能或达 30 万吨，进一步完善公司“双海”布局。

图表30: 泰胜扬州基地展示图



资料来源: 公司公众号, 国联证券研究所

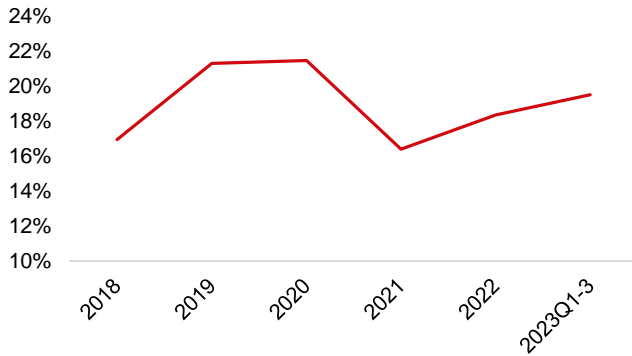
图表31: 泰胜蓝岛厂区图



资料来源: 泰胜蓝岛官网, 国联证券研究所

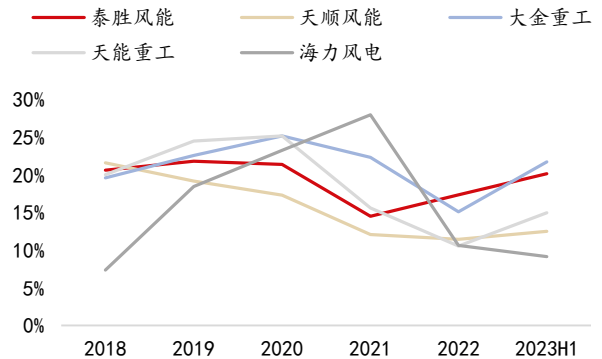
盈利能力位于行业前列。受益于公司优质的产能布局, 以及较强的产品力, 公司整体盈利能力自 2020 年抢装潮后呈上升趋势, 2023Q1-3, 公司整体毛利率回暖至 19.5%; 横向对比行业, 公司 2022 年塔筒业务毛利率达 17.3%, 2023H1 进一步提升至 20%, 处于行业领先水平。

图表32: 公司近年毛利率



资料来源: iFind, 国联证券研究所

图表33: 塔筒企业近年塔筒业务毛利率



资料来源: iFind, 国联证券研究所

3.2 出海优势明显, 订单储备充足

客户资源丰富, 深度布局海外。凭借持续的技术开发投入、严格的质量控制、先进的生产工艺以及成熟的经营管理, 公司在业内建立了良好的品牌形象与产品口碑, 与众多国内外知名整机制造商以及风电场业主建立了长期的紧密合作关系。公司注重布局海外市场, 积极拓展亚太地区海外客户, 其中, 公司较早加入 Vestas 的供应商体系, 是其在华的首家合格供应商, 一定程度上具备先发优势。

扬州工厂认证稳步推进, 有望提升公司出口竞争力。根据公司 9 月 22 号投资者

关系活动记录表披露，新建设的扬州工厂目前已完成 ISO、EN 等标准化认证，并取得金风科技、远景能源、电气风电等大部分重要客户的供应商认证，正在进行 Vestas、Nordex 的供应商认证。根据泰胜风能公众号披露，23 年 12 月公司扬州工厂承制的金风南非 Castle 项目第一批塔架顺利发货，该项目为扬州工厂首批出口塔筒项目，实现如期交付，未来随着认证稳步推进，公司有望承接更多出海订单，进一步优化公司出货结构。

图表34：公司销售网络分布



资料来源：公司官网，国联证券研究所

图表35：公司核心客户概览



资料来源：公司官网，国联证券研究所

图表36：公司扬州工厂首批出口产品如期交付

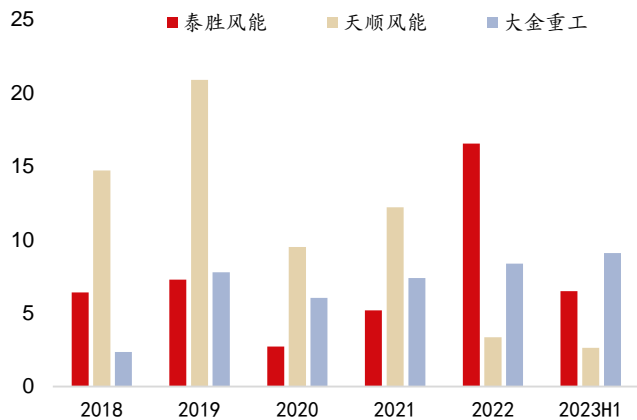


资料来源：公司公众号，国联证券研究所

出口营收稳步提升，订单储备充足。受益于公司较强的产品力、客户资源以及合理的产能布局，2021 年起公司出口营收及出口比例持续提升，2022 年公司海外业务

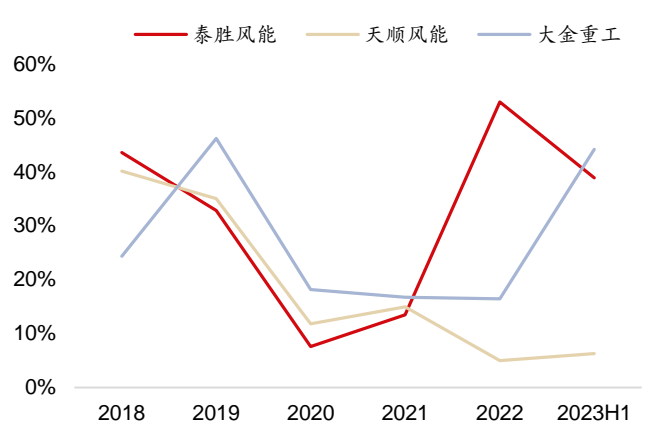
实现营收 16.6 亿元，对应占总营收比例提升至 53%。展望 24 年，公司出口订单储备充足，截至 2023Q3，公司在手/新增海外订单规模达 12.9/10.8 亿元，均超过 2022 年全年出口订单规模，公司有望进一步夯实塔筒出口的市场领先地位。

图表37：塔筒企业近年海外营收对比（亿元）



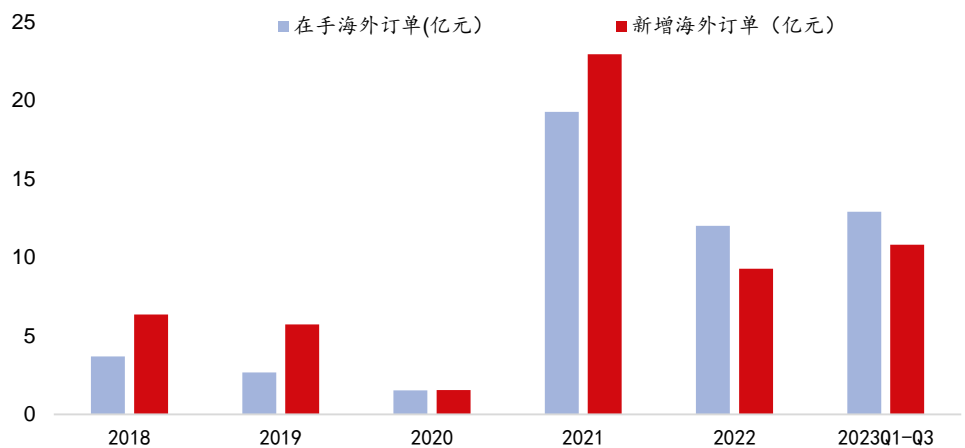
资料来源：wind，国联证券研究所

图表38：塔筒企业出海营收比例对比



资料来源：wind，国联证券研究所

图表39：公司海外在手订单及新增订单规模（亿元）



资料来源：wind，国联证券研究所

3.3 延伸价值链，多元化发展

涉足风电场运营，协同发展制造业务。在传统塔筒制造优势业务的基础上，公司逐步布局风电场投资运营业务和风电价值链延伸业务，以升级公司业务商业模式。2021 年，控股子公司嵩县泰胜自有的嵩县 50MW 风电项目顺利完成并网开始发电，实现了公司风电场“零”的突破。

顺应产业趋势，进军混塔领域。混塔在耐腐蚀、成本等方面相较传统钢塔具备优势，2023 年公司成功并购中汉能源正式进军混塔领域，并于今年 1 月发布公告表示，

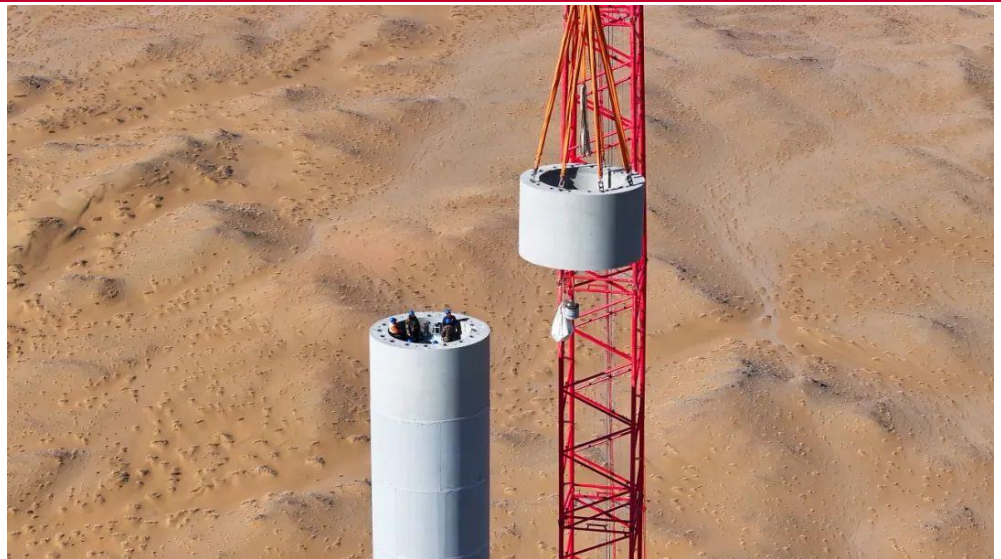
控股子公司中汉能源拟在河北张家口、广西钦州设立分公司，进一步完善混塔布局。根据公司公众号披露，今年1月5日中汉能源承制的多个混塔项目已启动交付工作，公司混塔业务发展可期。

图表40：风电混塔优势

风电混塔优势	
耐腐蚀能力	风电混塔采用混凝土材料和玻璃钢外壳，具有更好的耐腐蚀能力，使用寿命更长。
抗风震能力	风电混塔采用整体浇筑并预应力的方式增强结构强度，能够有效抵御大风和地震等外部力量的冲击，保障风机安全运行。
减轻重量	由于风电混塔采用玻璃钢外壳，相比传统的钢塔重量减轻300多吨，减少了基础建设的成本。
高效净化	风机混塔能够有效地去除工业废气中的有害物质，如有机物、硫化物、氮氧化物等，净化效率可达到90%以上。
操作简单	结构简单，使用方便，不需要频繁更换废液或其他消耗材料。
设备成本低	相比其他废气净化设备，风机混塔的成本较低，是中小企业的首选。
适用于低风速地区	以河南、山东、江苏为代表的低风速地区对塔筒高度要求高，混塔具备140米高度以上生产条件；我国多家基建企业的业务范围覆盖中东南部，对混塔生产、运输等环节提供了有利条件；

资料来源：中国材料网，集贤网，国联证券研究所

图表41：公司混塔项目交付现场



资料来源：公司公众号，国联证券研究所

布局商用航天，积极开展价值链延伸。公司已于商业航天领军企业之一的星河动力签订基于技术研发等的战略合作协议，公司有望凭借在风电塔筒、海洋工程积累的制造能力与经验，与星河动力相互赋能。

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

我们将公司主营业务分为陆上风电设备、海上风电设备以及风力发电，关键假设如下：

1) 陆上风电设备：销量方面，行业整体需求回暖、公司国内陆风与出口陆风产能稳步扩张，我们预计公司 2023-25 年陆上风电设备销量有望稳步提升；盈利能力方面，随着江苏扬州、新疆若羌工厂投产，公司出货结构有望持续优化，陆风塔筒盈利能力有望稳步提升，我们预计 2023-25 年公司陆上风电装备业务毛利率有望分别达到 19.1%/19.8%/20.8%。

2) 海上风电设备：随着江苏、广东重点海风项目审批稳步推进，国内海风需求阶段性问题或逐步解决，需求有望释放，我们预计 2024-25 年国内海风新增装机有望达到 10/17GW，公司作为海风塔筒领军企业，在江苏蓝岛拥有 20 万吨海风产能，未来广东基地落地，海风产能有望稳步提升，预计 25 年南方基地产能或逐步投放。考虑到市场需求，以及公司产能扩产规划，我们预计公司 2023-25 年海上风电设备实现出货 9/17/25 万吨。盈利能力方面，随着需求释放，带动公司出货规模扩大，公司海风产品毛利率有望稳步提升，我们预计 2023-25 年公司海上风电产品毛利率有望达到 18.5%/19.2%/19.2%。

3) 风力发电：根据公司 22 年半年报披露，公司正在广西等地区积极推进风电场投资运营业务，我们预计公司未来持有风场规模有望提升，我们预计公司 2023-25 年持有风场规模有望达到 0.05/0.15/0.2GW。

图表42：公司主营业务营收及毛利率测算汇总（亿元）

		2021	2022E	2023E	2024E	2025E
陆上风电设备	营业收入(亿元)	18.8	26.7	40.8	55.6	64.9
	营收 YoY	-28.5%	42%	53%	36%	17%
	毛利率(%)	14%	17%	19%	20%	21%
海上风电设备	营业收入(亿元)	18.8	4.0	8.2	15.5	22.8
	营收 YoY	103%	-79%	108%	88%	47%
	毛利率(%)	16%	19%	18%	19%	19%
风力发电	营业收入(亿元)	-	0.3	0.3	0.8	1.1
	营收 YoY	-	-	1%	200%	33%
	毛利率(%)	-	37%	39%	60%	60%

资料来源：iFind，国联证券研究所测算

公司正处于双海战略落地的关键时期，随着风电行业需求拐点或已至，公司作为塔筒领军企业，出货规模与盈利能力有望稳步提升。综上，我们预计公司 2023-25 年营业收入分别为 49.3/71.9/88.7 亿元，归母净利润分别为 2.9/6.4/8.9 亿元，EPS

分别为 0.3/0.7/1.0 元/股，对应 2023-25 年 CAGR 约 75%。

4.2 估值与投资建议

绝对估值法：无风险收益率采用 10 年期国债收益率；市场收益假设为 6.5%；假设第二阶段 6 年，增长率 5%，永续增长率为 1%。根据以上关键参数，DCF 估值对应的目标股价为 10.3 元。

图表43：基本假设关键参数

估值假设	数值
无风险利率 Rf	2.5%
市场预期回报率 Rm	6.5%
第二阶段年数 (年)	6.00
第二阶段增长率	5.0%
永续增长率	1.0%
债券资本比重	5.7%
有效税率 Tx	15.0%
股权资本成本 Ke	7.4%
Kdx(1-Tx)	3.0%
WACC	7.2%

资料来源：iFinD, wind, 国联证券研究所测算

图表44：FCFF 测算结果

估值假设	得到	数值
第一阶段	11.2	11%
第二阶段	24.4	25%
第三阶段 (终值)	62.9	64%
企业价值	98.5	
股权价值	96.6	100%
除：总股本(亿股)	9.3	
每股价值(元)	10.3	

资料来源：iFinD, 国联证券研究所测算

图表45：FCFF 模型敏感性测试 (元)

WACC	永续增长率										
	0.62%	0.68%	0.75%	0.83%	0.91%	1.00%	1.10%	1.21%	1.33%	1.46%	1.61%
4.46%	17.30	17.52	17.78	18.08	18.41	18.80	19.26	19.79	20.42	21.17	22.08
4.91%	15.44	15.62	15.82	16.04	16.30	16.60	16.95	17.35	17.82	18.37	19.04
5.40%	13.80	13.94	14.09	14.27	14.47	14.70	14.96	15.27	15.62	16.03	16.52
5.94%	12.35	12.46	12.58	12.71	12.87	13.04	13.24	13.47	13.74	14.05	14.41

6.53%	11.06	11.15	11.24	11.34	11.46	11.60	11.75	11.93	12.13	12.36	12.63
7.19%	9.92	9.98	10.05	10.13	10.23	10.33	10.45	10.58	10.73	10.91	11.11
7.90%	8.89	8.94	9.00	9.06	9.13	9.21	9.30	9.40	9.52	9.65	9.80
8.69%	7.98	8.02	8.06	8.11	8.17	8.23	8.30	8.37	8.46	8.56	8.68
9.56%	7.17	7.20	7.23	7.27	7.31	7.36	7.41	7.47	7.53	7.61	7.69
10.52%	6.44	6.46	6.49	6.51	6.55	6.58	6.62	6.67	6.72	6.77	6.84
11.57%	5.79	5.80	5.82	5.84	5.87	5.89	5.93	5.96	6.00	6.04	6.09

资料来源：iFinD，国联证券研究所测算

相对估值法：我们选取同属风电塔筒环节的天顺风能、大金重工、天能重工、海力风电作为可比公司。可比公司 2023-25 年平均 PE 为 38/14/9 倍。

考虑到风电行业历经 22-23 年的调整，现阶段处于五年周期的需求拐点，公司作为风电塔筒领军企业，背靠广东国资，有望凭借成本及技术优势，在国内海风&出海领域加速布局，带动公司整体业务稳步提升；综合考虑到公司的市场地位、客户资源以及即将迎来的风电加速建设期，结合 DCF 和相对估值结果，我们认为公司合理市值为 108 亿元，对应目标价 11.61 元/股，维持“买入”评级。

图表46：泰胜风能可比公司估值

证券简称	市值(亿元)	EPS (元)			PE (X)		
		23E	24E	25E	23E	24E	25E
天顺风能	195	0.7	1.1	1.4	16	10	8
大金重工	154	1.0	1.6	2.3	23	15	11
海力风电	121	0.6	3.6	5.9	95	16	9
天能重工	56	0.3	0.4	0.6	19	14	9
平均值		0.7	1.7	2.5	38	14	8
泰胜风能	81	0.7	1.0	2.8	13	12	8

资料来源：iFinD，wind，国联证券研究所测算，注：股价为 2024 年 3 月 8 日收盘价，天顺风能、大金重工、天能重工 EPS 取自 wind 一致预期

5. 风险提示

风电装机不及预期。公司经营情况与风电装机需求密切相关，若风电装机不及预期，将影响公司收入规模以及盈利能力。

原材料价格波动。直接材料成本占公司营业成本的比例较大，若核心原材料价格上涨，或将影响公司的盈利能力。

公司扩产计划不及预期。公司有多个扩产项目正在建设中，若扩产进展不及预期，将影响公司的收入规模以及盈利能力。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	674	1273	1681	2046	2493	营业收入	3853	3127	4935	7187	8875
应收账款+票据	2078	2251	2501	3052	3769	营业成本	3225	2552	3990	5741	7020
预付账款	31	50	68	99	122	营业税金及附加	16	13	20	29	35
存货	1510	1803	1640	2359	2885	营业费用	21	19	30	43	44
其他	274	379	347	433	498	管理费用	313	292	454	632	763
流动资产合计	4566	5756	6237	7990	9767	财务费用	12	-13	10	6	-2
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	6	-10	-12	-17	-21
固定资产	848	949	1232	1645	1729	公允价值变动收益	14	-33	0	0	0
在建工程	36	70	558	297	285	投资净收益	1	0	0	0	0
无形资产	218	209	174	139	104	其他	3	78	-100	-20	-20
其他非流动资产	139	188	183	177	172	营业利润	289	298	319	699	972
非流动资产合计	1240	1415	2146	2258	2290	营业外净收益	-2	0	-2	-2	-2
资产总计	5806	7172	8383	10248	12057	利润总额	288	298	317	697	970
短期借款	35	126	176	0	0	所得税	34	27	32	70	97
应付账款+票据	2410	2170	2776	3994	4884	净利润	254	270	285	627	873
其他	410	512	830	1192	1460	少数股东损益	-5	-5	-5	-11	-15
流动负债合计	2855	2807	3782	5185	6344	归属于母公司净利润	259	275	290	638	888
长期带息负债	119	180	190	149	102	财务比率					
长期应付款	0	65	65	65	65		2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他	55	61	61	61	61	成长能力					
非流动负债合计	173	306	315	275	228	营业收入	6.90%	-18.84%	57.82%	45.64%	23.49%
负债合计	3028	3113	4097	5460	6572	EBIT	-32.42%	-4.90%	14.94%	114.47%	37.83%
少数股东权益	20	19	14	3	-13	EBITDA	-27.87%	-2.24%	62.03%	82.85%	31.68%
股本	719	935	935	935	935	归属于母公司净利润	-25.87%	6.33%	5.66%	119.74%	39.19%
资本公积	712	1562	1562	1562	1562	获利能力					
留存收益	1327	1543	1776	2288	3000	毛利率	16.29%	18.37%	19.15%	20.12%	20.90%
股东权益合计	2778	4058	4286	4787	5485	净利率	6.58%	8.64%	5.78%	8.73%	9.84%
负债和股东权益总计	5806	7172	8383	10248	12057	ROE	9.37%	6.81%	6.80%	13.34%	16.16%
现金流量表						ROIC	12.56%	8.37%	9.07%	19.03%	25.12%
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力					
净利润	254	270	285	627	873	资产负债率	52.16%	43.41%	48.87%	53.28%	54.51%
折旧摊销	77	83	269	388	468	流动比率	1.6	2.1	1.6	1.5	1.5
财务费用	12	-13	10	6	-2	速动比率	1.0	1.3	1.2	1.0	1.0
存货减少(增加为“-”)	-498	-293	163	-719	-526	营运能力					
营运资金变动	-357	-628	851	192	-172	应收账款周转率	1.9	1.5	2.0	2.4	2.4
其它	490	270	-162	722	528	存货周转率	2.1	1.4	2.4	2.4	2.4
经营活动现金流	-23	-311	1417	1216	1170	总资产周转率	0.7	0.4	0.6	0.7	0.7
资本支出	-73	-103	-1000	-500	-500	每股指标(元)					
长期投资	3	0	0	0	0	每股收益	0.3	0.3	0.3	0.7	1.0
其他	131	-122	-1	-2	-2	每股经营现金流	0.0	-0.3	1.5	1.3	1.3
投资活动现金流	61	-224	-1001	-502	-502	每股净资产	3.0	4.3	4.6	5.1	5.9
债权融资	154	153	59	-216	-47	估值比率					
股权融资	0	216	0	0	0	市盈率	31.2	29.4	27.8	12.6	9.1
其他	-208	774	-68	-132	-174	市净率	2.9	2.0	1.9	1.7	1.5
筹资活动现金流	-54	1143	-8	-348	-221	EV/EBITDA	16.9	16.1	11.9	6.2	4.5
现金净增加额	-19	578	408	366	447	EV/EBIT	21.3	20.8	21.8	9.6	6.6

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 03 月 15 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼