

**公司深度**
**中际联合 (605305.SH)**
**机械设备 | 工程机械**
**风电高空作业龙头、市占率领先，非风电领域积极拓展**

2024年03月14日

**评级** **买入**  
 评级变动 维持

**交易数据**

当前价格(元)	38.45
52周价格区间(元)	28.46-47.06
总市值(百万)	5836.80
流通市值(百万)	4085.70
总股本(万股)	15180.00
流通股(万股)	10626.00

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
中际联合	8.31	27.36	-16.43
工程机械	2.06	10.99	-9.62

**袁玮志**
**分析师**

 执业证书编号:S0530522050002  
 yuanweizhi@hncasing.com

**相关报告**

 1 中际联合(605305.SH)2022年年报点评:风电装机带动业绩回暖,海外+新兴业务加持发展  
 2023-04-26

预测指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(亿元)	8.83	7.99	9.85	14.50	17.90
净利润(亿元)	2.32	1.55	1.46	2.57	3.49
每股收益(元)	1.53	1.02	0.96	1.69	2.30
每股净资产(元)	13.57	14.25	14.94	16.16	17.82
P/E	25.19	37.62	39.89	22.70	16.70
P/B	2.83	2.70	2.57	2.38	2.16

资料来源: iFinD, 财信证券

**投资要点:**

- 高空安全作业设备龙头, 产品不断迭代升级。**公司专注于高空安全作业设备的研发和生产, 现阶段产品聚焦风电领域, 经过多年的持续研发投入, 申请专利累计超 600 项, 主营的高空升降设备完成了从助爬器、免爬器再到升降机的产品迭代升级。展望后续, 随着大兆瓦风机尤其是深远海风电项目的离岸距离更远, 风、浪、潮、涌等海况更加复杂, 机组的日常维护和故障消缺的难度更大, 对高性能的高空作业设备的需求也更高。
- 聚焦低价值量、高毛利率缝隙市场, 国内竞争格局稳定、市场地位稳固。**从风电设备的角度来看, 公司的产品价值量在风机中的占比偏低, 对潜在竞争对手的吸引力有限; 从工程机械设备的角度来看, 风电领域的高空作业设备市场规模偏小, 属于一种缝隙市场。整体来看, 公司产品市场的特性不容易吸引潜在竞争对手。公司已经在风电高空作业设备环节形成了单一寡头垄断的市场竞争格局, 产品的利基性突出, 整体毛利率为 43% 以上, 净利率为 20% 以上。
- 积极拓展高毛利率海外市场, 直销渠道提高客户粘性。**公司海外市场营收占比从 2018 年的 9.86% 逐年提升至 21 年的 16.99%, 并在 22 年大幅跃升至 39.34%; 22 年海外市场毛利率高出国内市场接近 20 个百分点。公司坚持与客户直接合作的直销模式, 打造本土化团队, 构建了公司在当地的销售护城河, 并通过渠道和品牌在下游客户端建立较强的产品粘性。公司 IPO 募投项目之一美洲市场营销及售后网络建设经过几年的深耕细作, 已经开始取得效果, 22 年美洲公司净利润占比超 10%。海外市场的竞争对手多为集团性公司下设的子公司或业务部门, 公司与之相比盈利能力明显领先, 公司能够集中全公司的资源深耕产品的研发和升级, 及时响应客户需求。
- 向非风电领域拓展成为必然选择。**国内市场的高市占率也意味着量的逻辑或市占率提升的逻辑比较难, 风电零部件公司的多元化拓展也多依靠此前主营业务的底层共性技术, 公司主动延伸至石化、电网、市政和桥梁等非风电领域, 同时切入家庭/个人应急安全防护等领域, 未来将有效平滑风电板块带来的营收波动。23 年非风电业务市场的订单约 1,000-2,000 万, 同比增长 8-10 倍, 有望成为新的利润增长点。
- 盈利预测与估值。**公司是风电高空作业龙头, 国内市占率高、依靠产品升级迭代带来单机价值量提升; 国外市占率仍有望进一步提升, 尤其是在美洲等地已经取得积极效果; 此外, 国内外均有存量机组改造和风电运维服务市场, 有望继续为公司带来风电领域内的增量业绩。除风电外, 电网、石化、市政、桥梁和个人应急防护等非风电领域也值得期待, 未来有望成为新的利润增长点。我们预计公司 2023-2025 年营收 9.85/14.50/17.90 亿元, 归母净利润 1.46/2.57/3.49 亿元, eps 为

0.96/1.69/2.30 元，对应 PE 为 39.89/22.70/16.70 倍。给予 24 年 25-30 倍 PE，目标价格区间 42.25-50.7 元，维持公司“买入”评级。

- 风险提示：风电装机不及预期，新产品研发不及预期，非风电领域新产品的推广不及预期，销售、管理等费用大幅增长但海外市场拓展不及预期。

## 内容目录

<b>1 高空安全作业领域龙头</b> .....	<b>5</b>
1.1 聚焦高空安全作业设备，深耕风电领域.....	5
1.2 产品不断迭代升级，高附加值产品不断提升.....	5
1.3 费用增长暂拖累业绩，国内外市场齐头并进.....	7
<b>2 风电装机回升带动需求起量，竞争格局无忧</b> .....	<b>9</b>
2.1 风电装机筑底回升，出海+升级大兆瓦+存量技改助力零部件增长.....	9
2.2 高频使用的有人/载人操作设备，安全属性第一.....	11
2.3 低值必需品+利基产品，竞争格局无忧.....	12
<b>3 产品+客户+价格低敏感，打造公司竞争优势</b> .....	<b>14</b>
3.1 资质认证打造壁垒，定制化产品方案优化服务.....	14
3.2 积极拓展高毛利率海外市场，直销渠道建立客户粘性.....	15
3.3 非风电领域主动延伸，多领域开花.....	17
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>20</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

图 1: 专用高空安全作业设备产业链.....	5
图 2: 股权结构图.....	5
图 3: 公司产品结构, 亿元, %.....	6
图 4: 公司高空安全升降产品具有迭代性.....	7
图 5: 公司营收及增速, 亿元, %.....	8
图 6: 公司归母净利润及增速, 亿元, %.....	8
图 7: 铝材价格指数.....	8
图 8: 毛利率和净利率整体下降.....	8
图 9: 公司费用率变动情况.....	8
图 10: 公司内外销占比情况.....	9
图 11: 2018-2022 内外销营收和毛利情况.....	9
图 12: 中国新增装机容量及预测.....	9
图 13: 全球累计装机容量.....	10
图 14: 23 年全球海风产业链的中国产能占比情况.....	10
图 15: 2010-2021 年国内新增风机容量, MW.....	11
图 16: 明阳智能 MySE22MW 机型.....	11
图 17: 按照 20 年设计使用寿命测算的退役机组台数和容量理论值.....	11
图 18: 作业人员使用风电高空安全作业设备.....	12
图 19: 风电整机成本拆分情况.....	13
图 20: 中际联合高空升降设备平均售价, 元/套.....	13
图 21: 高空作业在工程机械中占比较小, 亿元, %.....	13
图 22: 高空作业机械在徐工机械中占比较小.....	14
图 23: 高空作业机械设备营收情况, 亿元.....	14
图 24: 风电主要零部件市场集中度.....	14
图 25: 智能安全免爬系统.....	15
图 26: 双机联运登塔解决方案.....	15
图 27: 公司和 Alimak Group AB 风电业务部比较, 亿元.....	16
图 28: 爬升自动系统的全球安装.....	17
图 29: 中际美洲公司.....	17
图 30: 公司营收与风电新增装机容量对比.....	18
图 31: 风电整机月度公开招标均价 (元/kW).....	18
图 32: 锅炉检修平台.....	19
图 33: 工业电梯产品.....	19
图 34: 2018-2023 年中国应急产业市场规模.....	19
图 35: 个人防护装备.....	20

---

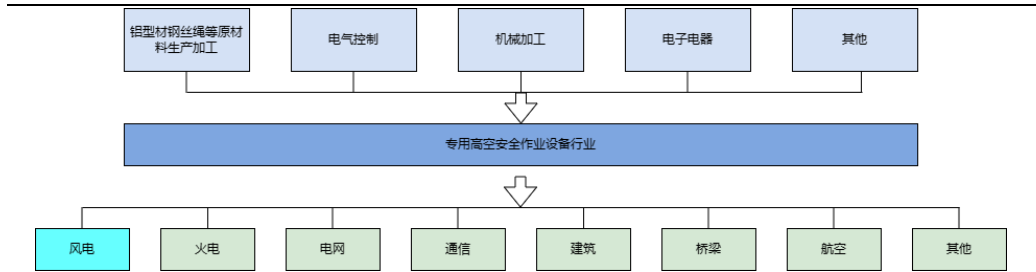
图 36: 高空逃生应急装备.....	20
表 1: 公司主要产品.....	6
表 2: 公司所获部分资质认证.....	15
表 3: 海外主要竞争对手概况.....	16

# 1 高空安全作业领域龙头

## 1.1 聚焦高空安全作业设备，深耕风电领域

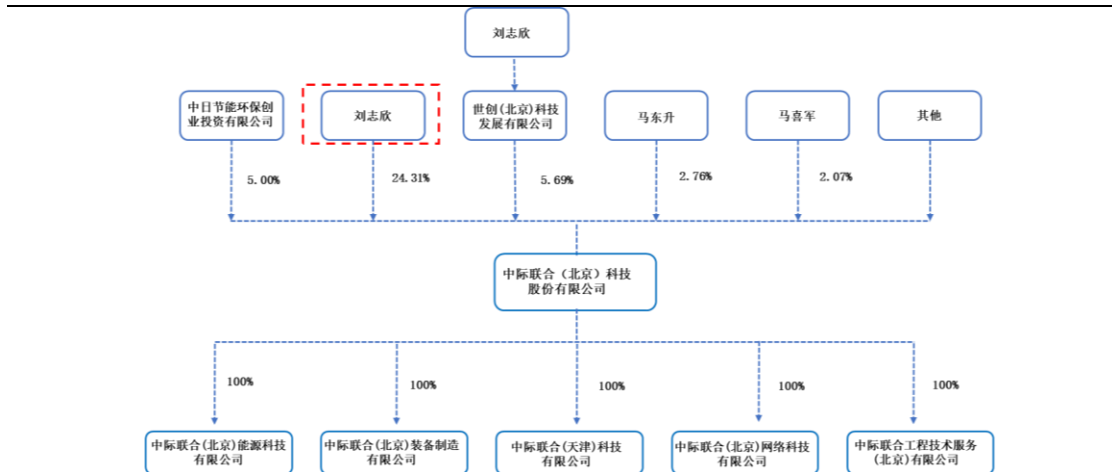
公司专注于高空安全作业设备及服务。公司 2005 年成立，2021 年 5 月上市，现已成长为国内领先的高空安全作业设备及服务解决方案提供商。公司主要提供特定环境下高空作业、保障高空作业人员安全和工作顺利开展专用高空安全设备，现阶段产品最重要的应用领域为风电领域，并已逐步拓展至电网、通信、火力发电、建筑、桥梁等行业。截至 2023 年半年报，公司拥有 5 家一级全资子公司、5 家二级全资子公司，充分布局设备的生产、销售、技术推广和售后服务等方面。公司目前的主要客户均为知名的风机制造商、风力发电企业、塔筒厂等，包括金风科技、远景能源、国家能源集团、明阳智能、维斯塔斯等。公司的实际控制人为刘志欣，直接持有公司 24.31% 的股份，并通过世创（北京）科技发展有限公司间接持有公司 5.69% 的股份，合计持有公司 30% 的股份。

图 1：专用高空安全作业设备产业链



资料来源：华经产业网，财信证券

图 2：股权结构图



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

## 1.2 产品不断迭代升级，高附加值产品不断提升

公司业务包括高空安全升降设备、高空安全防护设备和高空安全作业服务三大类。高空安全升降设备主要包括塔筒升降机、免爬器、齿轮齿条升降机、爬塔机、料输送机，在充分保障高空作业人员安全的同时，减轻人员负担、提升工作效率；高空安全防

护设备主要包括防坠落系统、救生缓降器、速差器、智能安全帽、高空应急装备、爬梯等，为高空作业人员日常作业和发生突发情况提供安全保护；同时，公司根据客户需求提供高空安全作业服务。

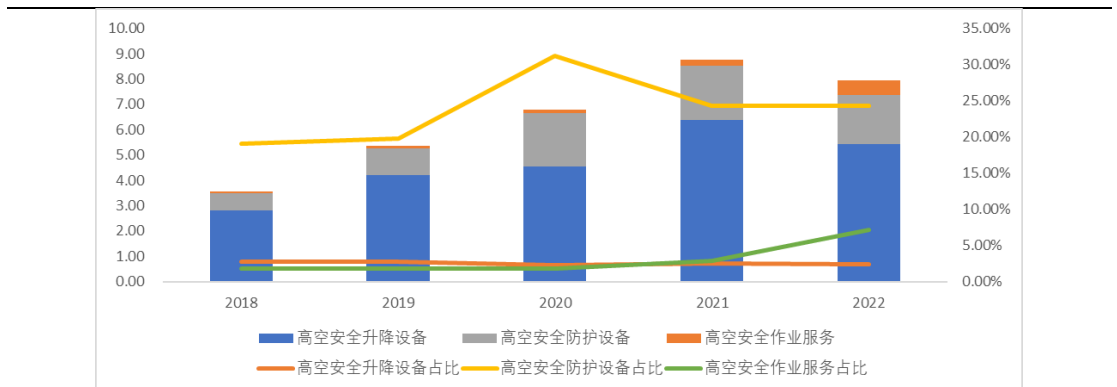
表 1: 公司主要产品

主要产品	基本介绍
高空安全升降设备	
塔筒升降机	架设于风机塔筒内部，沿导向梯子或导向钢丝绳上下运行，可以将作业人员、工具或物料由起程面送至到达面的一种高空安全升降设备。现有钢丝绳导向型塔筒升降机、钢丝绳导向型塔筒升降机、大容量塔筒升降机和齿轮齿条式爬梯导向型塔筒升降机
免爬器	一种新型高空安全升降设备，设有专用导向轨，作业人员站在车体上，由下端的驱动部分提供动力，沿预设的导向轨上下运行，将作业人员运送至作业位置。安装时无须改变现有构筑物结构，降低安装使用成本，除用于新建项目外，亦成为众多技改项目的优选产品。
助爬器	一种辅助作业人员进行攀爬的高空安全升降设备，可以为塔筒、竖井等内部竖梯的攀爬人员提供 30-50kg 的连续提升力，帮助高空作业人员减轻负重和体力消耗，提高作业效率、减少因高空作业人员体力不支产生的风险。
高空安全防护设备	
防坠落系统	用于防止作业人员在攀爬时发生意外坠落，当作业人员体力不支或无法找到合适立足点而意外坠落时，防坠落系统瞬间锁紧，保障作业人员安全。
救生缓降器	一种紧急高空下降和救援逃生装置，由连接挂钩、安全绳索和离心制动系统组成，设计轻巧独特，携带方便。
爬梯	最为基础的攀爬设备，高空作业人员利用爬梯到达指定位置进行高空作业。
滑轨	固定在爬梯上的导轨，与塔筒升降机、免爬器、助爬器、轨道式防坠落系统等配套使用。
高空安全作业服务	为客户的高空设备进行维修、维护、海外产品的安装服务等高空安全作业服务。主要包括风机高空检修维护服务，电网、通信、桥梁、火电厂锅炉、烟囱的维修和定期维护服务。

资料来源：公司官网，公司公告，财信证券

从业务结构来看，高空安全升降设备是基本盘。高空安全升降设备是公司业务的基本盘，近五年营收占比分别为 79.18%、78.31%、66.96%、72.79%、68.53%，复合增速约 18%。2018-2021 年该业务的毛利率均在 50% 以上，2022 年虽然风电行业迎来了抢装潮后的价格战，但毛利率仍然维持在 47.64% 的较高水平，充分说明了产品盈利能力的韧性。其次是高空安全防护设备，占比约 20%-30%，2022 年毛利率为 33.63%。高空安全作业服务营收占比最小，2022 年毛利率在 30% 以上。

图 3: 公司产品结构，亿元，%



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

高空安全升降设备中，产品附加值从低到高依次为助爬器、免爬器和升降机。1) 助爬器。智能助爬器为风机塔架、竖井等内部竖梯上的攀爬人员提供不同的连续提升力，实现上、下助力转换，较人工攀爬提升 3 倍以上的工作效率，降低体力消耗可能引发的



风险概率；2) 免爬器。智能免爬器无需对现有风电机组平台进行改造，与平台自动盖板组合形成智能免爬系统，避免坠人坠物风险，提高升降通行效率：较传统攀爬及手动开闭盖板模式，3S 智能免爬系统上下一座 100 米高塔筒，单次预计节省 40 分钟，提高单次维检效率；3) 升降机。塔筒升降机相较于助爬器、免爬器的效率更高，载重量更大，公司最新推出的齿轮条升降机提升速度可达 36m/min，是传统升降机的 2 倍。随着风机大兆瓦趋势的加快，升降机的渗透率有望进一步提升。风机大型化虽然会使得每 GW 对应的风机数量减少，但大型化后风机高度也会更高，因此升降机、大载荷升降机、平台自动开闭系统等效率更高的设备渗透率也会进一步提升，同时塔筒高度的增加也会提升相应产品的价格。此外，深远海风电项目离岸距离远，风、浪、潮、涌等海况更加复杂，根据《海上风电发展亟需解决四大挑战》，三峡引领号在正常海况、满负荷发电情况下平台的晃动幅度在 2° -4°，相对于陆风和近海海风而言，机组的整体晃动将使得日常维护和故障消缺的难度更大，对高空作业设备的安全和性能要求也更高。

图 4：公司高空安全升降产品具有迭代性

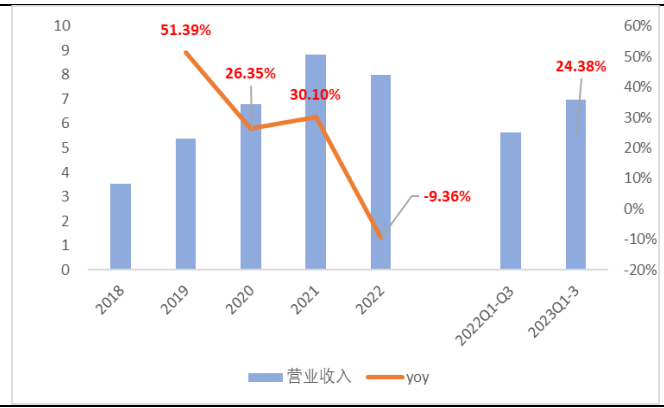


资料来源：公司官网，财信证券

### 1.3 费用增长暂拖累业绩，国内外市场齐头并进

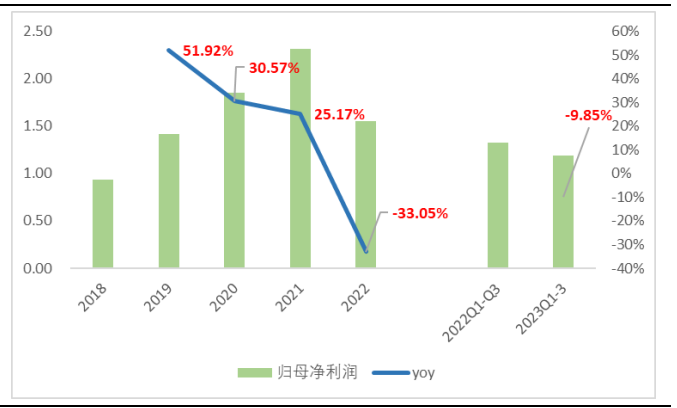
从近几年的数据来看，公司在 2018-2021 年营收和归母净利润均保持增长，22 年受风电行业抢装潮后的低谷期影响，营收和归母净利率均出现下滑。盈利能力方面，毛利率和净利率在 2020-2022 年出现下滑，也与风电行业招标价格下降的趋势保持一致。23 年前三季度，公司实现营收 6.99 亿元，同比上升 24.38%，归母净利润为 1.19 亿元，同比下降 9.85%。前三季度毛利率 46.09%，同比小幅提升 3 个百分点；净利率 16.95%，同比下降约 7 个百分点。23 年前三季度增收减利、毛利率提升但净利率下降的主要原因是公司在销售、管理、研发等方面投入费用增长明显，导致公司利润端明显承压。

图 5: 公司营收及增速, 亿元, %



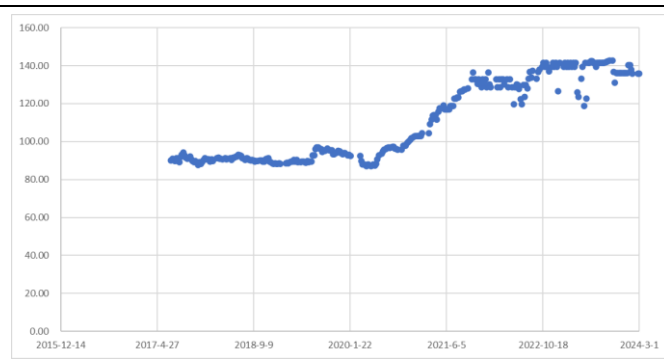
资料来源: 同花顺 iFind, 公司公告, 财信证券

图 6: 公司归母净利润及增速, 亿元, %



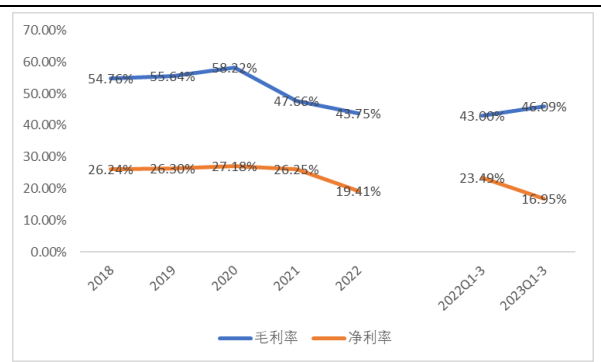
资料来源: 同花顺 iFind, 公司公告, 财信证券

图 7: 铝材价格指数



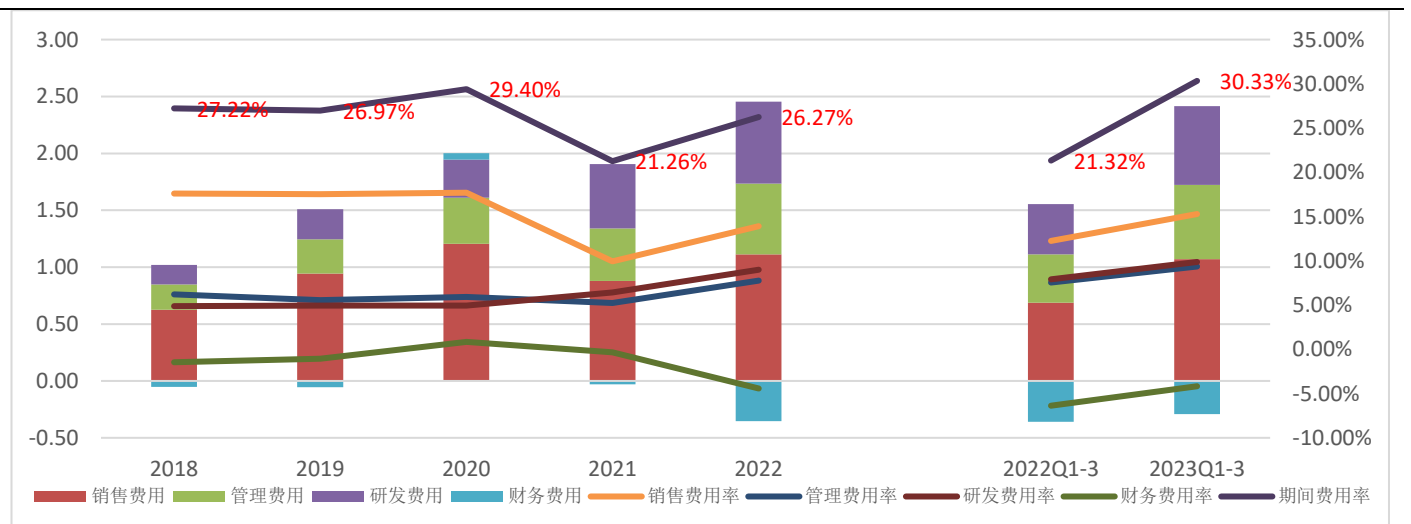
资料来源: 同花顺 iFind, 财信证券

图 8: 毛利率和净利率整体下降



资料来源: 同花顺 iFind, 公司公告, 财信证券

图 9: 公司费用率变动情况



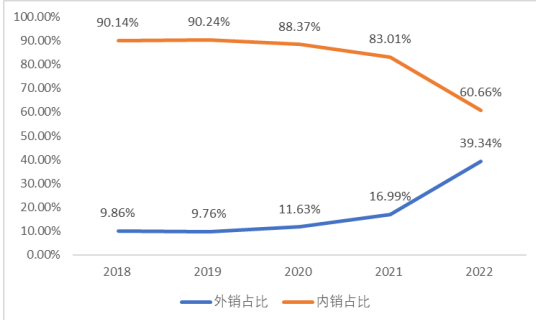
资料来源: 同花顺 iFind, 公司公告, 财信证券

海外市场收入实现翻倍增长, 外销毛利率显著高于内销。公司积极拓展海外市场, 海外营收占比从 2018 年的 9.86% 逐年提升至 21 年的 16.99%, 并在 2022 年大幅跃升至 39.34%。2022 年公司营收 7.99 亿元, 同比-9.51%, 其中: 1) 内销 4.81 亿元, 同比-



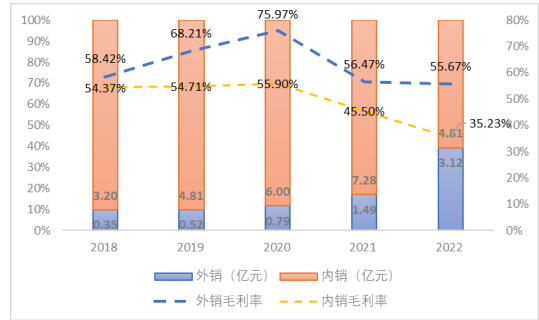
33.93%，大幅下滑的主要原因是国内风电建设放缓、新增装机容量下滑；毛利率 35.23%，同比下降超 10 个百分点。2）外销 3.12 亿元，同比+109.40%；毛利率 55.67%，与去年基本持平。海外市场的营收增长不仅对冲了国内市场的下滑，海外市场的高毛利率（近五年外销毛利率均处于 55%以上，均高于国内市场）也保证了公司整体盈利水平。

图 10: 公司内外销占比情况



资料来源: 同花顺 iFind, 公司公告, 财信证券

图 11: 2018-2022 内外销营收和毛利情况



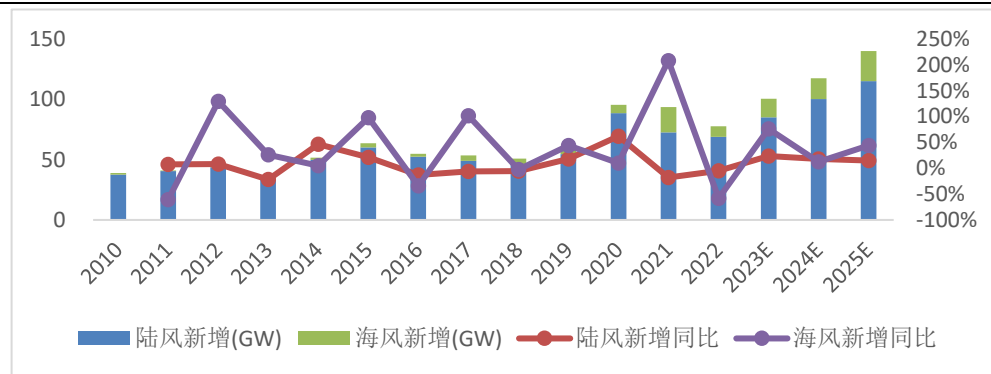
资料来源: 同花顺 iFind, 公司公告, 财信证券

## 2 风电装机回升带动需求起量，竞争格局无忧

### 2.1 风电装机筑底回升，出海+升级大兆瓦+存量技改助力零部件增长

**23 年国内风电新增装机 75.9GW，创历史新高。**根据国家能源局数据，2023 年国内新增风电装机 75.9GW，超过 2020 年陆风抢装时的 71.7GW，创历史新高，同比+101.7%。**海上风电新增 7.6GW。**根据彭博新能源财经发布的 2023 年中国风电整机制造商新增吊装数据，23 年中国风电新增吊装 77.1GW，创出历史新高，同比+58%。其中，陆风新增 69.4GW，同比+59%；海风新增 7.6GW，同比+48%。**24 年预计新增 75-85GW，其中海风 10-15GW。**中国风电行业协会预测 24 年中国风电新增装机 75-85GW，其中海风 10-15GW，海风有望在 22 和 23 年连续低于预期的情况下重回高速增长。同时，考虑到“十四五”期间沿海各省的海风规划，预计 25 年海风新增装机有望达到 15-20GW。

图 12: 中国新增装机容量及预测

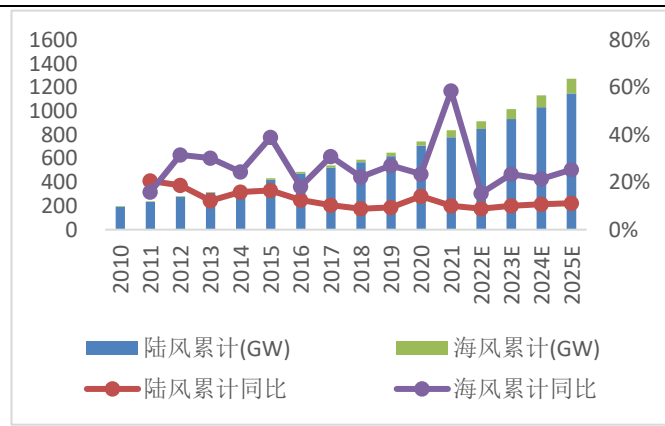


资料来源: 国家能源局, 财信证券

欧美等地区的海风成长空间巨大，出海成为风电零部件厂商的必选项。根据 GWEC 数据，2022 年全球风电新增装机量为 77.60GW，同比下降 17.09%，其中，陆上风电为 68.80GW，海上风电为 8.80GW。从近几年的数据来看，全球其他地区的风电尤其是海上风电多集中在欧洲、美国、东南亚等地。1）23 年 10 月，欧盟《欧洲风电行动

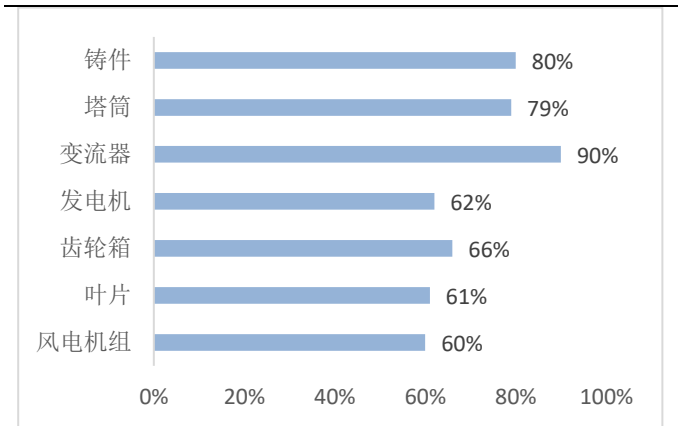
计划》提到欧盟风电装机容量将从 2022 年的 204GW 提高至 2030 年的 500GW 以上，年均装机从 2022 年的 16GW 提升至 37GW/年；2) 美国《降低通胀法案》提出税收抵免，以刺激美国海上风电发展。2023 年 9 月美国政府发布《美国大西洋地区海上风电传输发展行动计划》预计到 2030 年海上风电装机达 30GW，2050 年达 85GW。3) 越南在 23 年的《第八个电力发展规划》中要求 2030 年海风装机达到 6GW，2050 年达到 70-91.5GW。4) 菲律宾 2022 年颁布的《海上风电项目开发路线图》计划开发 1.78 亿千瓦海风（固定式 0.18 亿千瓦，漂浮式 1.6 亿千瓦）；此外，2023 年的 21 号行政命令将海风审批时间从 210 天缩短为 31 天，为菲律宾海风的快速发展持续加码。从供需来看，海外市场存在明显的供不应求，利好国内零部件出海。根据 CWEA 和 GWEC 联合发布的《全球海上风电产业链发展报告》，中国的风电机组（60%）、叶片（61%）、齿轮箱（66%）、发电机（62%）、变流器（90%）、塔筒（79%）、铸件（80%）等重要风电设备的产能均为全球首位。除中国外，全球海风的制造产能在未来将难以满足需求，按照现有产能，叶片环节从 2028 年或出现短缺、2025 年欧洲或出现齿轮箱短缺、美洲及非洲或出现发电机短缺、欧洲或出现塔筒瓶颈。整体来看，海外将为国内风电零部件厂商提供一个规模与中国相当、盈利能力更强、供需格局更优的增量市场。

图 13: 全球累计装机容量



资料来源: GWEC, GWEA, BP, 财信证券

图 14: 23 年全球海风产业链的中国产能占比情况

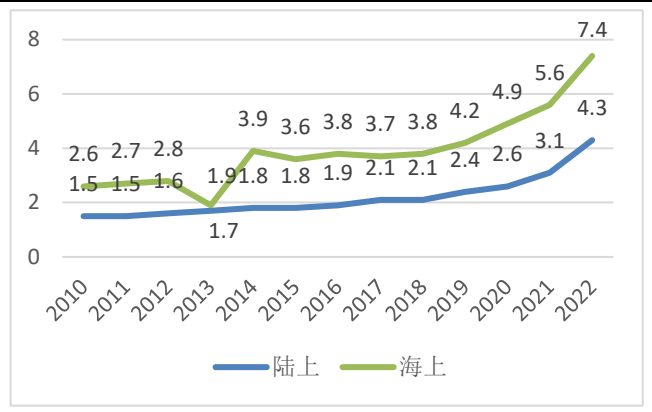


资料来源: GWEC, CWEA, 财信证券

风机大兆瓦趋势从 2019 年明显加快，且海风快于陆风。根据 CWEA 数据，2012-2018 年，我国陆新增装机平均单机容量在 1.6-2.1MW 之间，海风在 2.8-3.8MW 之间。自 2019 年以来，风电降本需求迫切，大兆瓦发展趋势开始加速。2022 年我国新增陆风平均单机容量为 4.3MW，较 2010 年增长 186.67%，新增海风平均单机容量为 7.4MW，较 2010 年提升 184.62%。预计陆风 10MW、海风 20MW 级别将在未来几年成为主流机型。在 CWP2023 上，13 家整机厂商发布了 10MW 以上的机型，其中有 7 家发布 15MW 以上机型，多为海上风电。比如明阳智能针对超 I 类风速区推出单机容量 22MW 的 MySE22MW。陆风方面，经过数年快速的大型化，10MW 风机也在 2024 年正式成为“主力选手”，运达股份、中国中车的首台陆上风机分别于今年 1 月、2 月完成吊装；目前除哈电风能未正式宣布外，国内主流风电整机企业陆上风电 10MW+ 级别的大兆瓦机型都已进入样机吊装或下线阶段。大兆瓦是行业发展的阶段性必然趋势，零部件厂商需要应对新的挑战。大兆瓦带来的最大改变是单 GW 所需的风机数量将减少，进而带来大部分零部件的单机或者单 MW 需求下降，有效的应对措施包括零部件的产品升级、国产

替代和出海等，以此来应对量方面的下降。

图 15: 2010-2021 年国内新增风机容量, MW



资料来源: CWEA, 财信证券

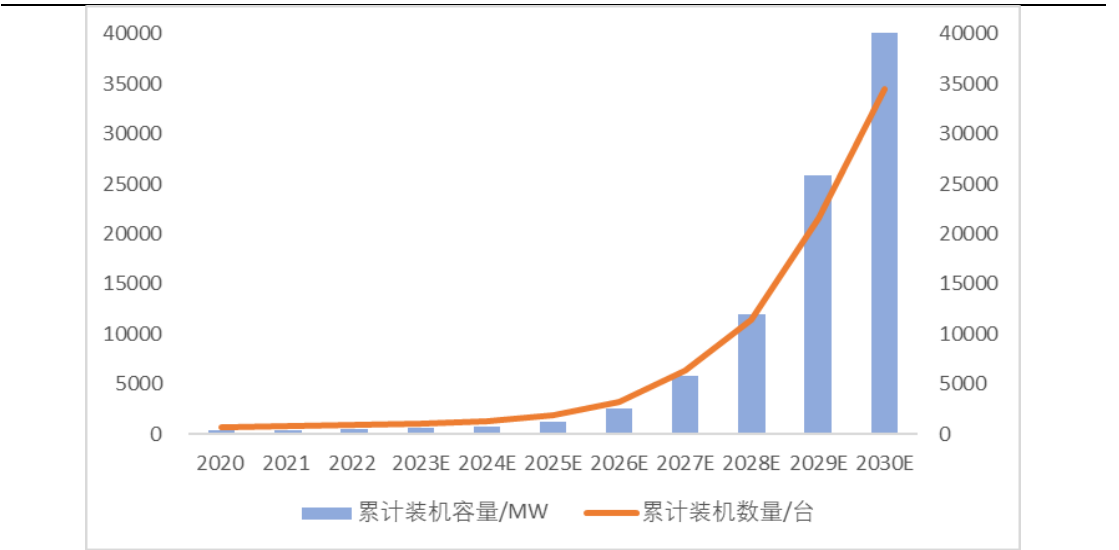
图 16: 明阳智能 MySE22MW 机型



资料来源: 明阳智能官网, 财信证券

国内方面, 老旧风机的退役更新有望带来存量技改市场需求。2023 年 6 月份, 国家能源局印发《风电场升级改造和退役管理办法》鼓励并网运行超过 15 年或单台机组容量小于 1.5 兆瓦的风电场开展改造升级。根据 CWEA 数据, 2023 年我国退役风机装机容量约为 10 万千瓦, 2025 年将增至 50 万千瓦。到 2030 年, 累计有 4473 万千瓦风机进入退役期。根据欧洲风电行业机构数据显示, 到 2023 年, 欧洲约有 4000 台风机面临退役。到 2030 年, 装机容量达 78 吉瓦的风电机组运行年限将超过 20 年, 进入退役期。

图 17: 按照 20 年设计使用寿命测算的退役机组台数和容量理论值



资料来源: CWEA, 财信证券

## 2.2 高频使用的有人/载人操作设备, 安全属性第一

高空安全设备是风电项目运营期内唯一需要高频使用的有人/载人操作设备。风电设备中, 主机和塔筒、叶片、海缆等主要零部件在安装完成后, 除非检修和维修期间需要有作业人员的介入, 其他正常运行期基本处于无人介入的工作环境。但高空安全作业设备却有非常独特的使用场景, 是整个风电项目运营期内唯一需要高频次使用的有人/载人操作设备。高空安全设备一般在风电的定检、巡检和大部件更换及特定部件检修时启

用。定检按照运行时间制定计划，每台机组平均每次需要 80 个工时左右，检查设备较多，工作较为繁重，对人员体力有一定要求，部分工作(如连接螺栓力矩检查)存在安全风险；巡检大约是每月一次(或 2 月一次)，每台机组大约需要 4 个工时左右；大部件及特定部件的更换检修频次较小，一般需要专业人员和设备参与。高空安全设备在风电机组运维当中及时响应、高效送达检修点，节省人员体力，提升工作舒适度，为安全生产保驾护航。

图 18: 作业人员使用风电高空安全作业设备



资料来源：公司官网，财信证券

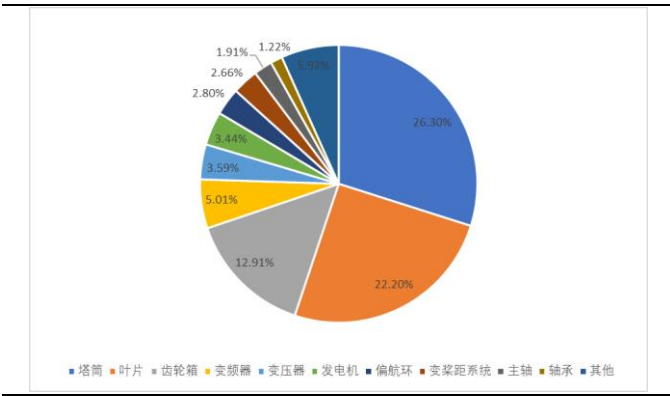
作为唯一需要高频使用的有人/载人操作设备，高空安全设备首先需要以人为本，充分考虑不同应用场景下作业人员的安全性。风电场所处的自然环境一般比较艰苦，比如我国陆上风电一般布局在三北地区，地理位置偏远、交通不便、自然条件恶劣，部分超高海拔风电场还面临空气密度极低、极端的气流、气压、气候条件；而海上风电场则存在空气湿度大、盐雾浓度高，同时风塔还受到台风、海浪和洋流等因素的综合影响，尤其是漂浮式风机。客观来说，其他风电设备零部件的产品特性也需要适配不同自然环境的变化，比如相较于陆塔，海塔在涂料的防腐、防盐方面需要特殊处理；相较于平原陆风，超高海拔海风的高空安全设备也需要特殊设计。

### 2.3 低值必需品+利基产品，竞争格局无忧

高空安全设备属于风电设备中的低值必需品，价值量占比偏低，并且大型化对其影响不明显。我们做两个典型的假设：1) 参考历史数据，假设 2020 年陆风单机容量 3MW、含塔筒单价 3100 元/kw，对应单机价值 930 万元；风机价值量占风电场总成本的 50%，风电场总成本 1860 万元。2020 年公司的高空安全作业设备平均单价为 2.14 万元/套，产品价值量占比仅为 0.12%。2) 参考近期采招网和部分项目的中标均价，假设 2024 年典型项目的陆风单机容量 7MW、含塔筒单价 1350 元/kw，对应单机价值 945 万元；风机价值量占比 50%不变，风电场总成本 1890 万元。参考公司产品的历史价格走势和使用单价更贵的升降机、免爬器的机组占比进一步提升，假设 24 年公司的产品单价 2.7 万元/套，产品价值量占比为 0.14%。因此，公司的产品价值量占比偏低，而且随着机组容量的提升变化并不明显。

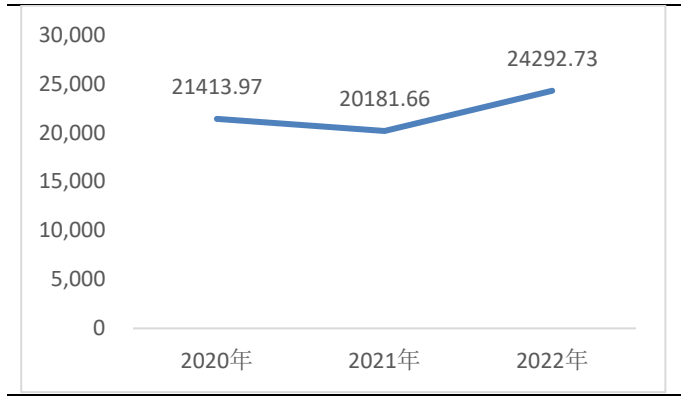


图 19: 风电整机成本拆分情况



资料来源: 中电联, 华经产业研究, 财信证券

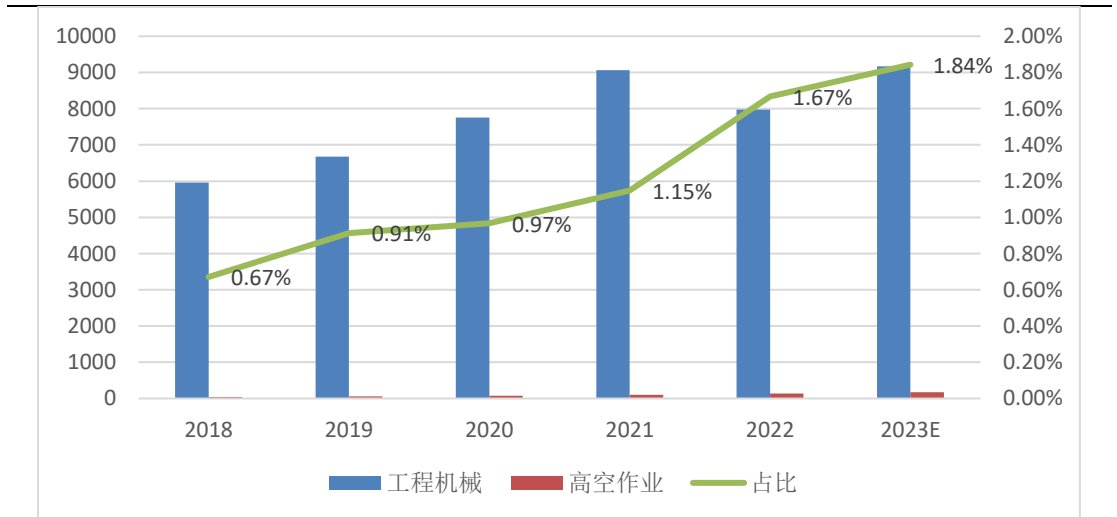
图 20: 中际联合高空升降设备平均售价, 元/套



资料来源: 公司年报, 财信证券

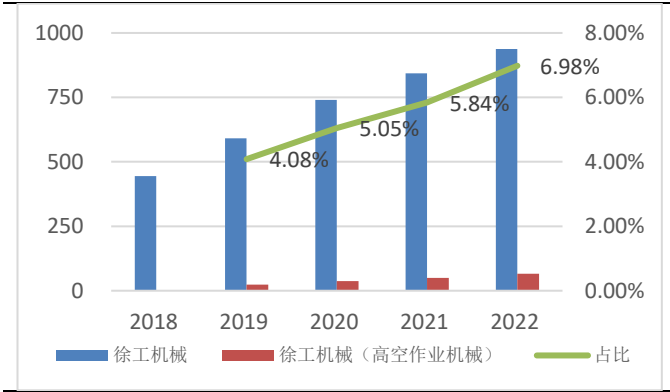
高空安全设备属于工程机械设备中的利基市场产品, 针对风电领域的高空作业设备市场规模整体较小, 其他大型机械设备厂商不太可能切入。高空作业机械属于工程机械中的细分市场, 包括车载式工作平台、移动式升降工作平台和固定式升降工作平台等, 主要应用领域有火电、电网、通信、建筑、桥梁、航空和风电等等。从近几年的行业数据来看, 虽然高空作业在工程机械中的占比逐年提升, 但是占比仍然偏小, 22 年占比约 1.67%。从企业层面来看, 以高空作业机械国内排名第一的徐工为例, 2019-2022 年徐工高空作业机械板块营收占比在 4.08%-6.98%之间。进一步来看, 2019-2022 年公司营收也仅为徐工的高空作业机械板块的 11%-22%。因此, 从工程机械市场的角度来看, 风电领域内的高空安全作业设备市场规模偏小, 属于容易被行业巨头所忽略的一种缝隙市场。

图 21: 高空作业在工程机械中占比较小, 亿元, %



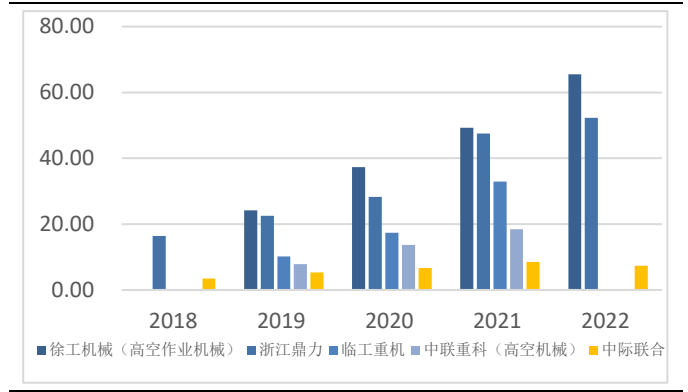
资料来源: 华经情报网, 中商情报网, 财信证券

图 22: 高空作业机械在徐工机械中占比较小



资料来源: 徐工机械公司年报, 财信证券

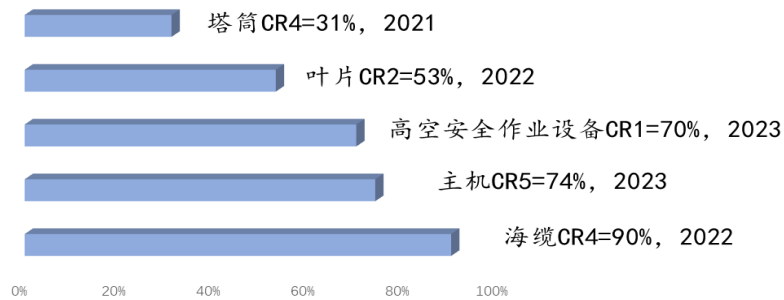
图 23: 高空作业机械设备营收情况, 亿元



资料来源: 各公司年报, 同花顺 iFind, 财信证券

风电零部件环节中，高空安全作业设备呈现单一寡头垄断的竞争格局。从市场集中度情况来看，目前风电主机、叶片、塔筒和海缆等主要环节均形成了寡头垄断的市场结构，比如海缆三巨头东方电缆、中天科技和亨通光电，叶片环节的双寡头时代新材和中材科技等。根据公司的投资者会议纪要，公司在国内风电行业的市占率从 2019 年的 67.54% 进一步提升至 2023 年的 70%，这在市场集中度本身就已经较高的风电设备零部件中，表现尤为突出。此前我们已经分析了工程机械领域内的厂商不太可能切入风电高空作业设备这一利基市场，从风电领域的角度来看，目前风电零部件厂商延伸至上游材料环节的居多，比如金雷股份和日月股份；或者从风电领域延伸至其他更大的市场，比如五洲新春、长盛轴承等轴承厂商的产品从风电延伸到新能源汽车和机器人领域。目前尚未看到有其他主要的风电设备厂商切入高空作业设备市场，公司所处的市场竞争格局保持稳定。

图 24: 风电主要零部件市场集中度



资料来源: 中商情报网, 彭博新能源财经, 华经产业研究院, 立鼎产业研究网, 公司投资者会议纪要, 财信证券

### 3 产品+客户+价格低敏感，打造公司竞争优势

#### 3.1 资质认证打造壁垒，定制化产品方案优化服务

产品资质认证是高空安全设备行业的一大壁垒。为保障高空作业安全，多数发达国家会针对高空安全设备均设定了产品认证的高标准，生产产品企业要进入相应的国家、地区市场，需要获得相应的产品认证。经过不断努力，公司获得了 100 余项的国内外资质认证，产品已经应用于 16 个行业，出口到 61 个国家。在海外市场方面，有如欧



盟的 CE 质量认证、RHOS 认证、REACH 认证，美国的 UL 认证、加拿大的 CSA 认证和俄罗斯的海关联盟认证等，主要涉及到产品的物质安全、技术安全等严格要求，并且多项认证需要季检、年检以保障产品安全的可持续性。

表 2: 公司所获部分资质认证

认证资质	认证地位	认证周期	要求
CE 质量认证	欧盟国家的强制性认证	数周至数月	就产品使用说明书、安全设计文件、产品技术条件、产品电器原理图、方框图和线路图等进行测试
RoHS 认证	欧盟强制性认证，是进入欧盟国家的准入条件。	5-7 个工作日	对 6 中有毒物质进行检测（要求如下）： Pb<1000ppm、Hg<1000ppm、Cd<100ppm、Cr(VI)<1000ppm、PBB<1000ppm、PBDE<1000ppm
REACH 认证	欧盟对进入其市场的所有化学品进行预防性管理的法规	2-18 个月	进行金属 73 项，非金属 248 项，共计 248 项测试
UL 认证	美国以及北美地区公认的安全认证标志	3-6 个月	需要检测产品和审核工厂，每个季度审核一次，费用高、时间久，审厂严格
CSA 认证	加拿大和美国市场准入认证	认证测试周期六周，厂检发证两周	进行工厂审查，每年进行年检
海关联盟认证	俄罗斯、白俄罗斯、哈萨克斯坦等海关联盟的成员国准入	1-2 个月	一个产品需要通过同时符合多个指令的一致性评估

资料来源：各认证资质官网，亿博检测，冠通检测，财信证券

适应大兆瓦机型发展趋势，公司推出了更加稳定、安全和高效的系统性风电解决方案。一是智能安全免爬系统，是将免爬器（CAS）和平台自动开闭系统（AHS）进行集成优化，规避作业人员忘记关闭平台板盖或操作不当带来的风险问题，并且缩短人工攀爬和手工开闭盖板时间。二是双机联运登塔解决方案，以大载荷爬梯导向升降机+智能免爬系统相结合，实现从地面到扭缆平台，从扭缆平台到偏航平台的狭窄塔筒阶段，分阶段安全高效地满足登塔需求，彻底消除需要人工攀爬问题。此外，针对柔性塔筒、混合塔架、漂浮式海风等新型应用环境，公司也不断开发新产品。如钢混合塔，公司设计有四套独立吊点系统、可根据塔筒内径自由组合成不同规格的混合塔架施工和检修平台。

图 25: 智能安全免爬系统



资料来源：公司官网，财信证券

图 26: 双机联运登塔解决方案



资料来源：北极星风力发电网，财信证券

### 3.2 积极拓展高毛利率海外市场，直销渠道建立客户粘性

公司在海外的竞争对手多为集团公司下的部门或子公司，公司具有集中竞争优势、

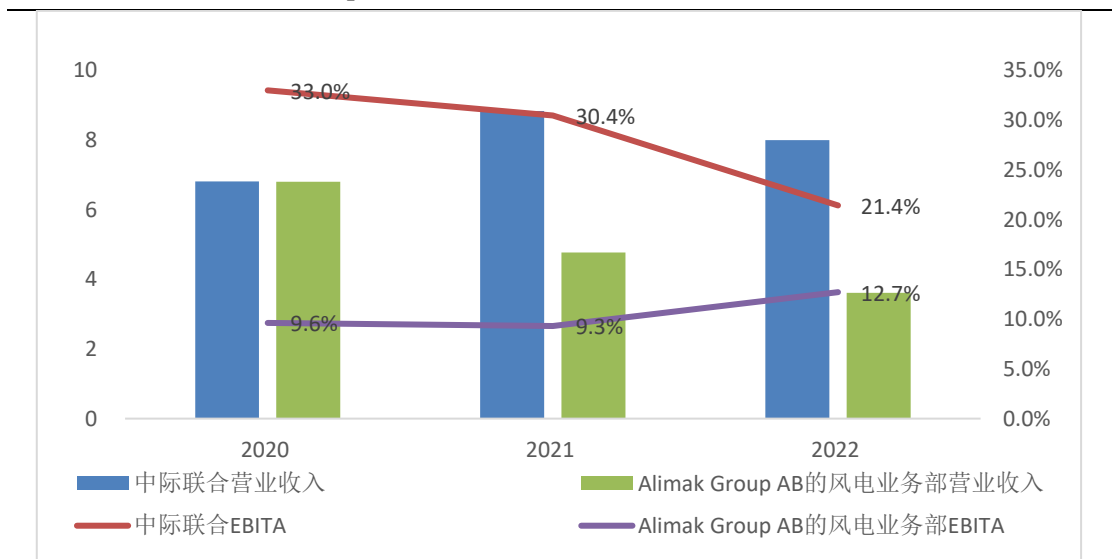
**盈利能力明显领先。**公司升降产品在欧洲风电市场的市占率约 30%，免爬器在在北美和亚太市场占有率接近 100%。根据投资者会议纪要，2023 年公司新签订单中国内及海外基本各占 50%，其中海外订单量较上年有所增加。公司在海外的主要竞争对手有丹麦 Avanti Wind Systems A/S、美国 SafeWorks, LLC、法国 Tractel Group 和德国 Hailo Wind Systems GmbH & Co. KG 等。其中丹麦 Avanti 公司（2017 年）和法国 Tractel（2022 年）被瑞典 Alimak Group AB 集团收购后合并形成统一的风电业务部，行业集中度进一步提升。我们比较了公司和 Alimak Group AB 集团风电业务部的 EBITDA 利润率，2020-2022 年公司分别为 32.97%、30.44%、21.41%，Alimak Group AB 集团风电业务部为 9.6%、9.3%、12.7%，公司明显领先。此外，风电业务部是该集团五大部门中 EBITDA 利润率和收入贡献最小的部门，相比于大型集团下的业务部门，公司可以集中全部精力深耕产品的研发和升级，同时在服务方面及时响应客户的需求。

表 3: 海外主要竞争对手概况

公司	简介
Avanti Wind Systems A/S	总部位于丹麦，主要产品包括升降机、风机塔筒内件等。在中国设立翱文狄风电设备制造（上海）有限公司、翱文狄风电设备制造（天津）有限公司等。2017 年被瑞典 Alimak Group AB 收购。
Tractel Group	总部位于法国，主要从事高空安全作业设备的研发、生产并提供成套高空作业解决方案，涉及工业、风电、电梯、建筑和电信等诸多领域。2017 年被瑞典 Alimak Group AB 收购。
SafeWorks, LCC	总部位于美国，产品包括叶片接入平台、叶片服务升降机、外塔平台、助爬设备、海上钻井平台接近设备、桥梁接近设备等，主要用于风电、火电、公共设施、建筑及相关高空作业服务
Hailo Wind Systems GmbH & Co. KG	总部位于德国，主要从事风力发电高空攀爬设备的设计、生产和服务，主要产品为升降设备、爬梯及其附件、攀爬保护装置、攀爬辅助设备。Hailo Wind Systems GmbH & Co. KG 在中国设立了宁波海铨机电设备有限公司和广州海铨机电设备有限公司开拓中国业务。

资料来源：公司招股说明书，财信证券

图 27: 公司和 Alimak Group AB 风电业务部比较，亿元



资料来源：Alimak Group AB 年报，同花顺 iFind，财信证券

公司海外销售采用直销模式，有利于海外市场的扩张。根据公司招股说明书，公司销售是与客户直接签订销售合同，不存在授权经销和代理销售情况。这种方式不依赖当

地经销渠道，与客户建立直接合作关系，能够及时掌握客户需求和市场发展，构建企业在当地的销售护城河。公司的海外销售也采用直销方式。2018年至2019年，公司海外市场主要销售塔筒升降机和免爬器产品，上述两种产品收入占海外市场收入比例合计为88.17%和82.13%。2023年上半年，公司实现海外业务收入2.04亿元，占总营收的46.24%，较2019年的0.33亿元，复合增速为43.95%。公司在美洲市场的表现尤为亮眼，经过几年的深耕细作，美洲营销及售后网络建设开始取得效果。2019年，公司IPO上市募投项目之一为“美洲营销及售后服务网络建设项目”，项目总投资1.26亿元，使用募投资金0.7亿元。经过几年的营销网络建设，公司在美国达拉斯拥有10000平方英尺的仓库，包含500台自动爬升系统和充足的备件存储；并构建了包括四个星期的产品供应周期、72小时内送达国内客户现场、10人工程管理团队以及三个第三方服务合作伙伴在内的完善销售体系。根据公司官网21年底的报道，公司的自动爬升系统于2018年在密歇根州的一个风电场首次引入美国，截止报道日公司已经在北美30多个风场安装了2000多个3S自动爬升系统，在全球超过3500个风场安装了55000多个自动爬升系统。公司在美洲、欧洲、日本和印度拥有四家分管海外业务的二级子公司，其中中际美洲公司22年净利润1875万元，占当年合并净利润10%以上。2023年，公司继续拓展在美洲、欧洲和印度地区的销售推广和售后服务，在当地拥有了本地化的仓储中心和服务工程师，实现区域化的交付和服务网络。

图 28：爬升自动系统的全球安装



资料来源：公司官网，财信证券

图 29：中际美洲公司

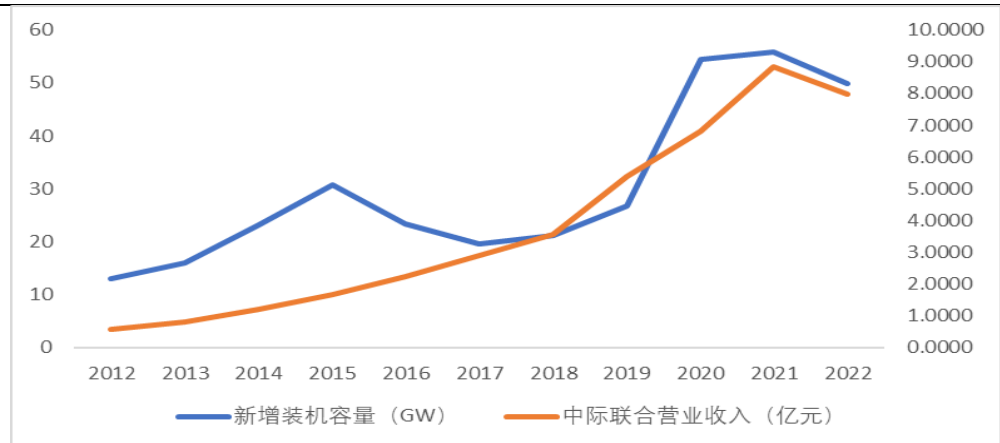


资料来源：公司官网，财信证券

### 3.3 非风电领域主动延伸，多领域开花

风电受国内外市场和陆海风市场的结构性影响，零部件厂商的业绩波动往往较大，向非风电领域的延伸和拓展成为必然选择。自2012年至2022年，公司营业收入与风电新增装机容量变动保持一致，2022年度新增装机量为49.83GW，较上年度下降10.89%，公司营业收入也出现同比下降9.45%的态势。公司现阶段营收主要依靠风电领域，对单一市场的依赖程度较高，抵抗风险能力不足。参考产业链其他环节的龙头公司，往往依托于此前主营业务的底层通用技术延伸布局多个领域，保障业绩稳定，如崇德科技业务布局包括核电、风电和火电等领域，东方电缆业务覆盖海缆、陆缆、海洋工程三大板块等，五洲新春依托轴承系列技术布局风电、新能源和机器人等领域。公司自2021年来陆续成立六个新的事业部，推出如智能安全帽、个人安全防护PPE、速差器、海上平台吊机、紧急逃生装置等，以化解过于依赖单一行业带来的业绩波动压力。

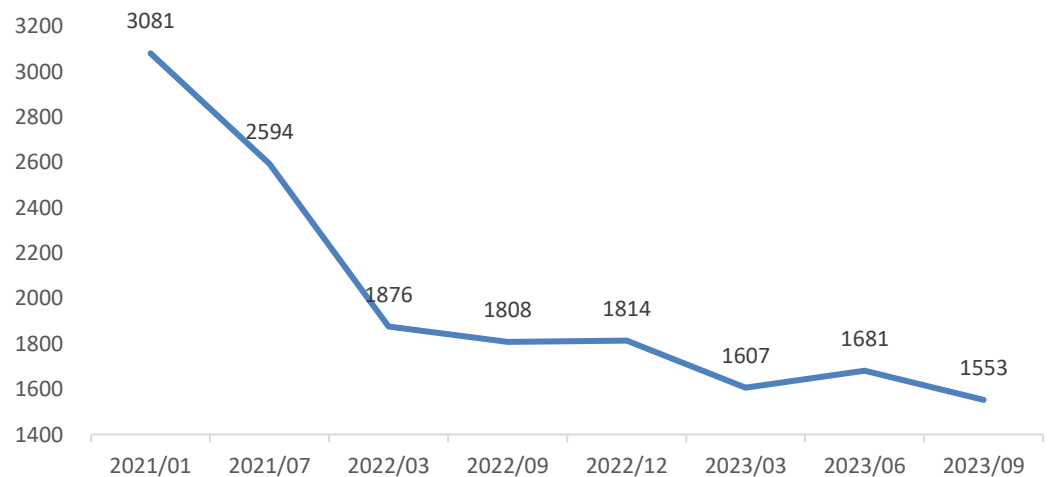
图 30: 公司营收与风电新增装机容量对比



资料来源: CWEA, 同花顺 iFind, 财信证券

风机整机招标价格下降, 公司产品单价上升空间较小。抢装潮结束后风电整机的招标价格一路下探, 全市场整机投标价格从 2021 年初的 3081 元/KW 降至 2023 年 9 月的 1553 元/KW。整机的招标价格下跌自然会传导到上游零部件企业, 从近几年的情况来看, 上游零部件降幅在 30-50% 不等。得益于公司在风电高空安全作业这一缝隙市场的绝对市场地位, 以及产品本身的低价值量占比特性, 公司产品的降本压力不大, 甚至随着高价值量的升降机和免爬器在大兆瓦机型中的渗透率提升, 单价还有所提升; 但后续在装机容量达到陆风 10MW、海风 20MW 量级后, 产品升级提价的逻辑可能也难以持续, 公司需要抓住风电市场的成长红利, 尽早研发新产品、开辟非风电领域市场。

图 31: 风电整机月度公开投标均价 (元/kW)



资料来源: 金风科技投资者纪要, 金风科技业绩材料, 财信证券

公司在稳固风电领域内市场地位的同时, 业务领域逐步拓展至电网、建筑等。以电网为例, 公司推出了输电塔防坠落系统、输电塔救援设备、输电塔检修平台和输电塔升降设备。在石化领域, 公司推出了可根据高度定制的井架逃生器, 可以自动锁止设计、防止人员发生坠落的密封型自锁速差器, 以及可多人使用的水平防坠落系统。在市政桥梁方面, 公司推出了桥梁斜拉索检修平台、建筑维护平台等产品。



图 32: 锅炉检修平台



资料来源: 公司产品手册, 财信证券

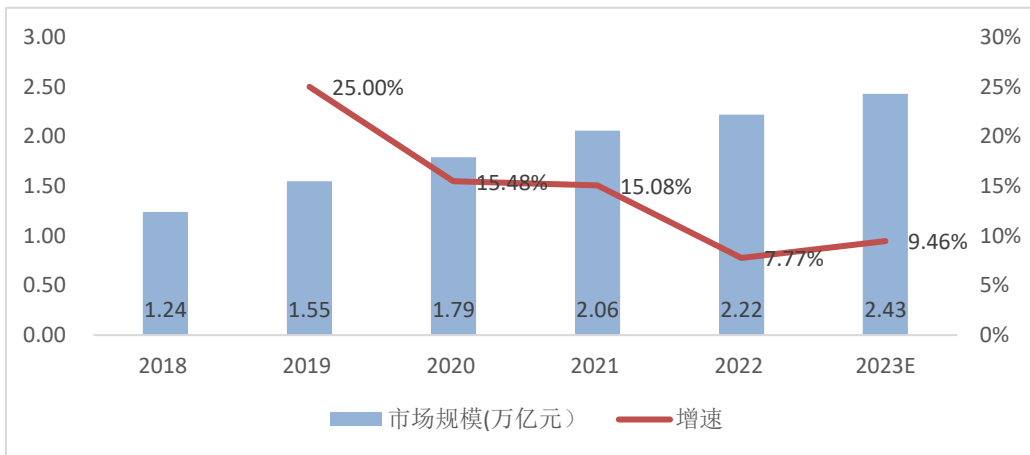
图 33: 工业电梯产品



资料来源: 公司产品手册, 财信证券

安全事故频发, 国家和个人都更加重视社会和生产生活安全。近年来, 造成严重的人员生命财产安全的突发事件和安全生产频发, 最近的一次是 2024 年 2 月底, 南京市发生重大人员伤亡的居民小区火灾事故造成 15 人遇难 44 人受伤, 事故发生后“火灾逃生”、“高层住宅”、“起火”等关键字在百度搜索指数中陡增, 也反映了人们对安全防护和应急逃生的重视。2023 年 9 月五部委印发《安全应急装备重点领域发展行动计划(2023-2025 年)》, 10 月调增发 2023 年国债, 均强调推广安全应急装备应用。目前我国安全应急装备重点领域产业规模已超 7000 亿元, 政府采购投资、行业安全发展、居民家庭消费三大力量正在形成, 带动我国安全应急装备产业快速发展, 根据中商情报网数据, 2022 年中国的应急产业市场规模为 2.22 万亿元, 同比增长 7.77%, 较 2018 年增长 79.03%。根据工信部的预测, 国内的应急产业市场到 2026 年或将达到 3.7 万亿元, 较 2022 年将增长 66.67%。

图 34: 2018-2023 年中国应急产业市场规模



资料来源: 中商情报网, 财信证券

公司已经布局家庭和个人安全防护应急用品, 有望成为新的利润增长点。公司持续开发了逃生包、防坠落系统、自锁速差器、PPE (个人安全防护装备)、智能安全帽, 以及高空逃生下降器、高空逃生缓降器等应急装备。2023 年公司非风电业务市场的订单约 1,000-2,000 万, 同比增长 8-10 倍, 未来将持续放量成为新的利润增长点。

图 35: 个人防护装备



资料来源：公司官网，财信证券

图 36: 高空逃生应急装备



资料来源：公司官网，财信证券

## 4 盈利预测与估值

公司是风电高空作业龙头，国内市占率高、依靠产品升级迭代带来单机价值量提升；国外市占率仍有望进一步提升，尤其是在美洲等地已经取得积极效果；此外，国内外均有存量机组改造和风电运维服务市场，有望继续为公司带来风电领域内的增量业绩。除风电外，电网、石化、市政、桥梁和个人应急防护等非风电领域也值得期待，未来有望成为新的利润增长点。我们预计公司 2023-2025 年营收 9.85/14.50/17.90 亿元，归母净利润 1.46/2.57/3.49 亿元，eps 为 0.96/1.69/2.30 元，对应 PE 为 39.89/22.70/16.70 倍。给予 24 年 25-30 倍 PE，目标价格区间 42.25-50.7 元，维持公司“买入”评级。

## 5 风险提示

风电装机不及预期，新产品研发不及预期，非风电领域新产品的推广不及预期，销售、管理等费用大幅增长但海外市场拓展不及预期。



报表预测(单位: 亿元)						财务和估值数据摘要					
<b>利润表</b>						<b>主要指标</b>					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8.83	7.99	9.85	14.50	17.90	营业收入	8.83	7.99	9.85	14.50	17.90
减: 营业成本	4.62	4.50	5.27	7.54	9.13	增长率(%)	29.64	-9.45	23.22	47.21	23.45
营业税金及附加	0.05	0.04	0.05	0.07	0.09	归属母公司股东净利润	2.32	1.55	1.46	2.57	3.49
营业费用	0.88	1.11	1.48	1.96	2.33	增长率(%)	25.17	-33.05	-5.67	75.69	35.92
管理费用	0.46	0.62	0.89	1.16	1.34	每股收益(EPS)	1.53	1.02	0.96	1.69	2.30
研发费用	0.57	0.72	0.94	1.31	1.52	每股股利(DPS)	0.82	0.31	0.27	0.48	0.65
财务费用	-0.03	-0.35	-0.05	-0.05	-0.06	每股经营现金流	0.72	1.55	0.51	0.66	1.57
减值损失	-0.06	-0.02	-0.02	-0.03	-0.04	销售毛利率	0.48	0.44	0.47	0.48	0.49
加: 投资收益	0.17	0.20	0.13	0.13	0.13	销售净利率	0.26	0.19	0.15	0.18	0.20
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.11	0.07	0.06	0.10	0.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.55	0.22	0.23	0.36	0.39
<b>营业利润</b>	2.64	1.71	1.62	2.84	3.86	市盈率(P/E)	25.19	37.62	39.89	22.70	16.70
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	2.83	2.70	2.57	2.38	2.16
<b>利润总额</b>	2.64	1.72	1.62	2.84	3.87	股息率(分红/股价)	0.02	0.01	0.01	0.01	0.02
减: 所得税	0.33	0.16	0.16	0.27	0.37	<b>主要财务指标</b>					
<b>净利润</b>	2.32	1.55	1.46	2.57	3.49	收益率					
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	47.67%	43.67%	46.50%	48.00%	49.00%
<b>归属母公司股东净利润</b>	2.32	1.55	1.46	2.57	3.49	三费/销售收入	15.51%	26.11%	24.53%	21.87%	20.82%
<b>资产负债表</b>						<b>EBIT/销售收入</b>					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		29.61%	17.04%	15.90%	19.24%	21.27%
货币资金	15.91	14.85	15.36	15.78	17.34	EBITDA/销售收入	30.63%	18.56%	20.20%	22.16%	23.55%
交易性金融资产	0.00	1.33	1.33	1.33	1.33	销售净利率	26.25%	19.41%	14.86%	17.73%	19.52%
应收和预付款项	5.03	4.20	5.43	7.99	9.87	资产获利率					
其他应收款(合计)	0.02	0.03	0.03	0.05	0.06	ROE	11.25%	7.17%	6.45%	10.48%	12.92%
存货	1.79	1.85	2.50	3.58	4.33	ROA	9.75%	6.20%	5.42%	8.38%	10.13%
其他流动资产	0.03	0.06	0.07	0.10	0.12	ROIC	54.63%	22.00%	22.57%	36.05%	38.76%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>					
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	13.29%	13.61%	16.01%	20.08%	21.62%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	23.55%	25.01%	25.87%	28.91%	29.47%
固定资产和在建工程	0.71	1.09	0.92	0.75	0.58	带息债务/总负债	0.49%	0.34%	0.13%	0.02%	-0.03%
无形资产和开发支出	0.16	1.43	1.19	0.95	0.71	流动比率	7.47	6.79	5.87	4.76	4.50
其他非流动资产	0.13	0.20	0.19	0.17	0.17	速动比率	6.86	6.20	5.25	4.15	3.88
<b>资产总计</b>	23.76	25.04	27.01	30.69	34.50	股利支付率	53.98%	30.33%	28.10%	28.10%	28.10%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	收益留存率	46.02%	69.67%	71.90%	71.90%	71.90%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资产管理效率</b>					
应付和预收款项	2.57	2.45	3.29	4.70	5.69	总资产周转率	0.37	0.32	0.36	0.47	0.52
长期借款	0.02	0.01	0.01	0.00	0.00	固定资产周转率	12.51	7.36	10.75	19.44	31.10
其他负债	0.57	0.94	1.03	1.46	1.77	应收账款周转率	3.09	2.25	2.84	2.84	2.84
<b>负债合计</b>	3.16	3.41	4.32	6.16	7.46	存货周转率	2.58	2.43	2.11	2.11	2.11
股本	1.10	1.52	1.52	1.52	1.52	<b>估值指标</b>					
资本公积	12.63	12.21	12.21	12.21	12.21	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
留存收益	6.87	7.90	8.95	10.80	13.31	EBIT	2.61	1.36	1.57	2.79	3.81
<b>归属母公司股东权益</b>	20.60	21.63	22.68	24.53	27.04	EBITDA	2.70	1.48	1.99	3.21	4.21
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	NOPLAT	2.29	1.23	1.41	2.52	3.44
股东权益合计	20.60	21.63	22.68	24.53	27.04	净利润	2.32	1.55	1.46	2.57	3.49
<b>负债和股东权益合计</b>	23.76	25.04	27.01	30.69	34.50	EPS	1.53	1.02	0.96	1.69	2.30
<b>现金流量表</b>						<b>BPS</b>					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		13.57	14.25	14.94	16.16	17.82
经营性现金净流量	1.10	2.36	0.77	1.00	2.39	PE	25.19	37.62	39.89	22.70	16.70
投资性现金净流量	0.07	-3.77	0.10	0.10	0.10	PEG	1.00	-1.14	-7.04	0.30	0.46
筹资性现金净流量	9.10	-0.72	-0.36	-0.67	-0.93	PB	2.83	2.70	2.57	2.38	2.16
现金流量净额	10.21	-1.88	0.51	0.42	1.56	PS	6.61	7.30	5.93	4.03	3.26
						PCF	53.11	24.75	75.35	58.43	24.45

资料来源: 财信证券, iFinD

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6 - 12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5% - 15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10% - 5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5% - 5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[stock.hnchasing.com](http://stock.hnchasing.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438