

潍柴重机（000880.SZ）

内河船机小巨人，柴发国产替代先行者

核心观点：

- **内河船舶动力龙头，发电机组业务打开快速增长曲线。**公司主业包括船用发动机、发电机组，船用发动机在内河和近海运输船、渔船市场处于领先地位，发电机组被广泛应用于船舶、通讯、油田、医疗、数据中心等行业。公司船用中速机为自行生产，发电机组则以潍柴中高速发电用发动机为基础，组装集成后向下游客户销售。
- **发电机组：数据中心供需矛盾加剧，国产替代助力腾飞。**AI 算力驱动数据中心扩张，云巨头的算力基建军备竞赛进入加速阶段，柴发需求显著增加。由于外资品牌产能扩张幅度有限，行业供需矛盾加剧，带动潍柴等国产品牌加速替代。根据 C114 通信网，潍柴重机在中国移动高压水冷柴油发电机 10 亿元招标中实现突破，2025-2026 年招标中份额 40%，价格端改善明显，国产化加速的产业趋势浪潮已至。
- **内河船机：补贴换新政策叠加内需回暖共筑新机遇。**受益于国内工程机械与基建的复苏，内河船机市场需求有望止跌企稳。由于内河船舶运力过剩+老龄化严重，更新补贴政策将加速存量运力退出、替代燃料船订单增长，为公司带来新的增长动力，且替代燃料船机订单有望提升公司盈利水平。通过双增压、低油耗产品的加速导入，公司进一步巩固了在内河和近海渔船市场的领先地位，未来市占率有望持续提升。
- **盈利预测与投资建议。**发电机组业务受益数据中心建设的快速扩张，公司份额有望加速扩张、迎来量价齐升；船机业务受益于内河更新政策推动的需求增长，叠加新平台产品推出，收入和盈利能力有望提升。预计公司 2025-27 年归母净利润为 3.26/5.02/6.53 亿元，给予公司 25 年 40xPE，对应合理价值 39.35 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**数据中心扩建不及预期，行业竞争加剧，供应链成本波动风险。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3762	4002	5102	7265	8987
增长率（%）	8.9%	6.4%	27.5%	42.4%	23.7%
EBITDA（百万元）	199	221	401	582	739
归母净利润（百万元）	166	185	326	502	653
增长率（%）	18.3%	11.1%	76.2%	54.1%	30.1%
EPS（元/股）	0.50	0.56	0.98	1.52	1.97
市盈率（P/E）	21.26	30.89	36.59	23.75	18.25
ROE（%）	8.6%	9.0%	14.0%	18.4%	20.1%
EV/EBITDA	7.07	13.92	22.51	13.28	8.80

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

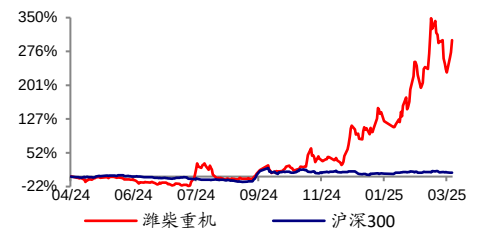
买入

当前价格	36.00 元
合理价值	39.35 元
报告日期	2025-04-03

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	331.32/162.16
总市值/流通市值（百万元）	11928/5838
一年内最高/最低（元）	40.30/7.14
30 日日均成交量/成交额（百万）	34/1136
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	106.00/220.73

相对市场表现



分析师：

代川



SAC 执证号：S0260517080007

SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

分析师：

孙柏阳



SAC 执证号：S0260520080002



021-38003680



sunboyang@gf.com.cn

分析师：

汪家豪



SAC 执证号：S0260522120004



021-38003792



wangjiahao@gf.com.cn

分析师：

张力月



SAC 执证号：S0260524040004



021-38003727



zhangliyue@gf.com.cn

请注意，孙柏阳、汪家豪、张力月并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

目录索引

一、船机动力国产龙头，柴发机组持续发力.....	5
（一）深耕动力领域，打造船电一体全产业链优势	5
（二）业绩稳中求进，实现高质量稳健发展	7
二、柴发机组：一体化国产龙头，IDC 浪潮助推起飞	9
（一）柴发机组基于潍柴中高速机，高端发电市场或持续突破	9
（二）AI 算力驱动数据中心增长，备用电源需求释放	11
（三）国产替代加速，破局外资垄断	13
三、内河船机：换新政策+内需回暖共筑新机遇	15
（一）内需回暖+政策利好，内河船机需求触底向上	15
（二）船舶换新政策：补贴落地，绿色转型，市场焕新	19
四、盈利预测和投资建议	21
五、风险提示	23

图表索引

图 1: 潍柴重机历史沿革.....	5
图 2: 潍柴重机股权结构图 (截至 2025 年 3 月 10 日)	6
图 3: 2019-2024 年营收规模及增速 (亿元)	7
图 4: 2019-2024 年归母净利润及增速 (亿元)	7
图 5: 2020-2024 年公司研发费用与研发费用率情况.....	8
图 6: 2020-2024 年公司费用率情况	8
图 7: 2019-2023 年可比公司 ROE 情况	8
图 8: 2019-2023 年可比公司总资产周转率情况	8
图 9: 2019-2024Q3 可比公司毛利率情况.....	9
图 10: 2019-2024Q3 可比公司净利率情况.....	9
图 11: 2018-2029E 全球柴发市场规模及增速	9
图 12: 2018-2029E 中国在全球柴发市场的份额情况	9
图 13: 2018-2024 与潍柴动力关联交易额	10
图 14: 2018-2024 采购潍柴动力数额占总采购比例	10
图 15: 2015-2024 年公司发电机组业务营收规模及增速情况复盘.....	11
图 16: 2015-2024 年公司发电机组业务毛利率情况	11
图 17: 2015-2024 年公司发电机组业务在整体营收中的比重	11
图 18: 中国智能算力规模 (单位: 百亿亿次/秒)	12
图 19: 中国人工智能算力市场规模	12
图 20: 2021-2024 中国数据中心支出情况	13
图 21: 数据中心基建成本结构	13
图 22: 2022-2023 中国移动高压水冷柴油发电机 2000kW 中标情况	14
图 23: 2025-2026 中国移动高压水冷柴油发电机 2000kW 中标情况	14
图 24: 2018-2024 康明斯、MTU、卡特彼勒合计资本开支 (百万美元) 及增速	15
图 25: 2010-2025 年船舶与内河船行业周期情况复盘	16
图 26: 2020-2025.2 挖掘机内销情况	16
图 27: 2020-2024 小松挖掘机开工小时数 (小时/月)	16
图 28: 2001-2024 年内河货物吞吐量 (万吨)	17
图 29: 2012-2023 年内河船新承接船舶订单情况	17
图 30: 2017-2023 年我国造船业产能利用情况	18
图 31: 2012-2024 年我国船舶行业利润情况	18
图 32: 2021 年前 11 个月潍柴重机在中国船机市场的市占率情况	18
图 33: 2015-2024 年公司发动机板块营收规模及增速	19
图 34: 2015-2024 年公司发动机板块毛利率与整体毛利率对比情况	19
表 1: 潍柴重机业务板块与主营产品概览	6
表 2: 中国数据中心分级与柴发配备要求	12
表 3: 中国移动历次高压水冷柴油发电机 2MW 中标情况	14

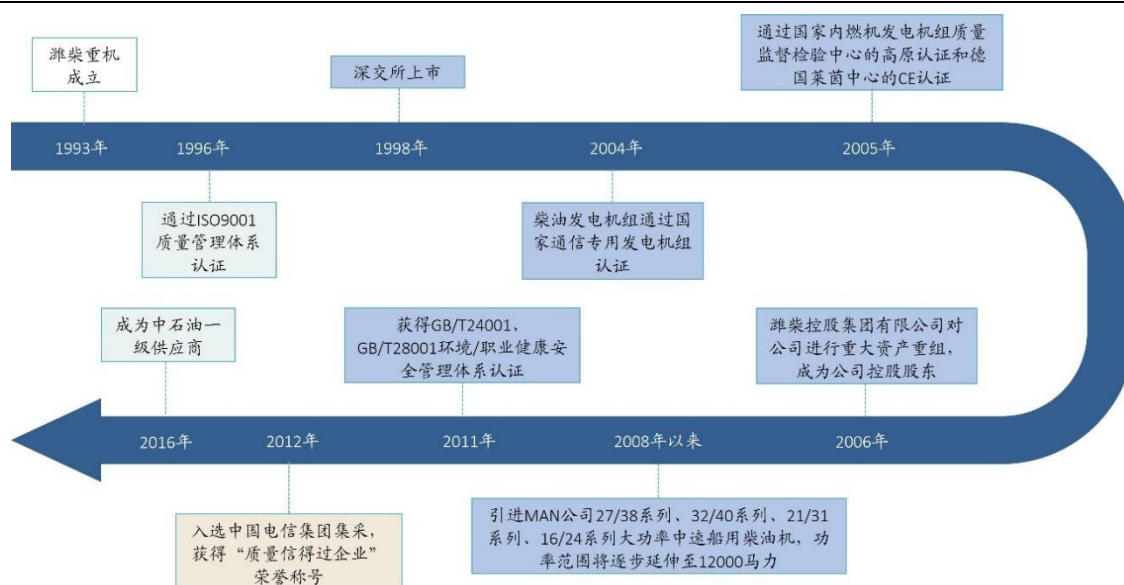
表 4: 营运船舶报废更新补贴标准 (单位: 元/总吨)	20
表 5: 内河和沿海老旧船舶船龄系数表.....	20
表 6: 沿海省际货运船舶老龄船舶比例.....	20
表 7: 营运船舶报废更新数量估算	21
表 8: 盈利预测 (单位: 百万元)	21
表 9: 可比公司估值	23

一、船机动力国产龙头，柴发机组持续发力

（一）深耕动力领域，打造船电一体全产业链优势

潍柴重机股份有限公司为深圳证券交易所主板上市公司。公司为高新技术企业，拥有山东省级企业技术中心。根据公司官网，公司生产各类发电机组，潍柴电力以领先的技术和创新意识，严谨的管理体系和健全的服务网络，不断为用户提供全方位安全、高效、完备的电力解决方案；而在国内船电业务方面，公司所辖区域内共300余家维修站，覆盖了中国内陆、沿海及主要岛屿、内河、湖泊等区域，形成了“有潍柴产品，就有潍柴服务”的全天候、全地域的服务网络。公司在海外设立100多家维修站，建立海外配件配送中心，形成了完善的国际服务网络。

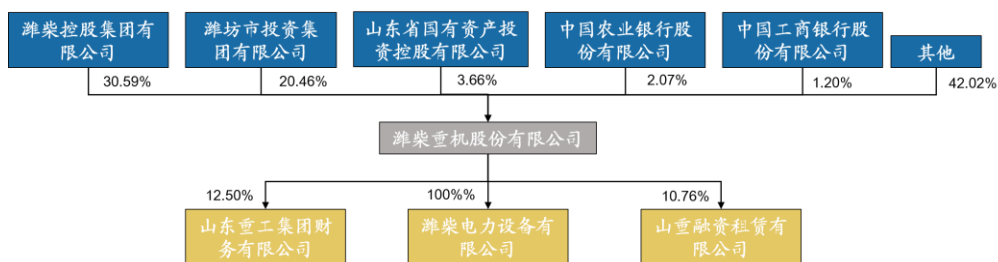
图 1：潍柴重机历史沿革



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

潍柴重机的主要股东包括潍柴控股集团、潍坊市投资集团等。截至 2025 年 3 月 10 日，潍柴控股集团为第一大股东，持股 30.59%，潍柴集团在动力领域的技术积累，为公司提供了强大的研发和市场拓展能力；潍坊市投资集团持股 20.46%，依托地方政府背景，为公司提供了政策支持和区域资源整合优势。山东重工集团财务有限公司、潍柴电力设备有限公司和山重融资租赁有限公司等参股/子公司，分别从金融服务、电力设备研发和融资租赁等角度，完善了公司的产业链布局。此外，公司拥有一支经验丰富、技术精湛的团队，包括研发团队、生产团队、销售团队等，致力于为客户提供高质量的产品和服务。

图 2：潍柴重机股权结构图（截至2025年3月10日）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

船用发动机和发电机组为公司主营业务，产品品类齐全，下游覆盖广泛，具有提供整套动力解决方案及电力解决方案的能力。公司主要开发、制造和销售船舶动力和发电设备市场用 30-13600 马力的发动机及动力集成系统、发电机组及电力集成系统，兼顾经营柴油机零部件、船用齿轮箱配套等产品。（1）**船舶动力领域**：公司在内河和近海运输船、渔船市场占据领先地位，产品广泛应用于远洋、近海和内河运输；（2）**发电设备领域**：公司的标准型、静音型和移动电站发电机组广泛应用于船舶、通讯、油田、医疗和数据中心等行业。多元化的产品布局、强大的技术实力加之广泛的下游覆盖，潍柴重机在动力和发电市场中具备全产业链优势。

表 1：潍柴重机业务板块与主营产品概览

业务板块	产品类别	部分产品名称	图片
船舶动力	船舶推进主机	WP3.2 系列船用柴油机(25-36.8kW)	
		WD10/WD12 系列船用柴油机(125-294kW)	
		170 系列船用柴油机(300-735kW)	
		WH17 系列船用柴油机(478-1450kW)	
	船舶推进系统	WHG120 小功率系列船用齿轮箱	
		WHG3639 大功率系列船用齿轮箱	
	船用发电机组	高速系列船用柴油发电机组	
		中速系列船用柴油发电机组	
		船用应急机组	
		船用燃气机组	
陆用发电机组	标准型发电机组	55KVA-206KVA 发电机组	
		247.5KVA-495KVA 发电机组	
		550 KVA-1375 KVA 发电机组	
		1650 KVA-2800KVA 发电机组	
	静音发电机组	55KVA-206KVA 静音发电机组	
		247.5kVA~495kVA 静音发电机组	
	移动电站	55 KVA-687.5 KVA 移动电站	
		55 KVA -687.5 KVA 汽车电站	

零部件

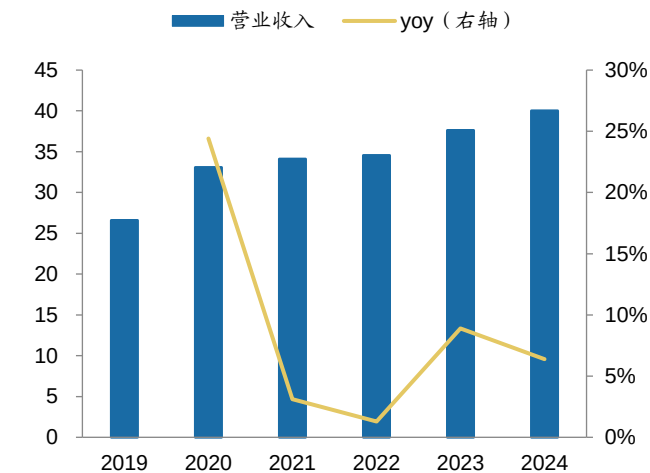
铸件毛坯	机体、缸盖、曲轴、飞轮、壳体类等
成品加工件	机体、缸盖、连杆、前后端盖等
冲压焊接件	油底壳、分离器、油尺管等

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（二）业绩稳中求进，实现高质量稳健发展

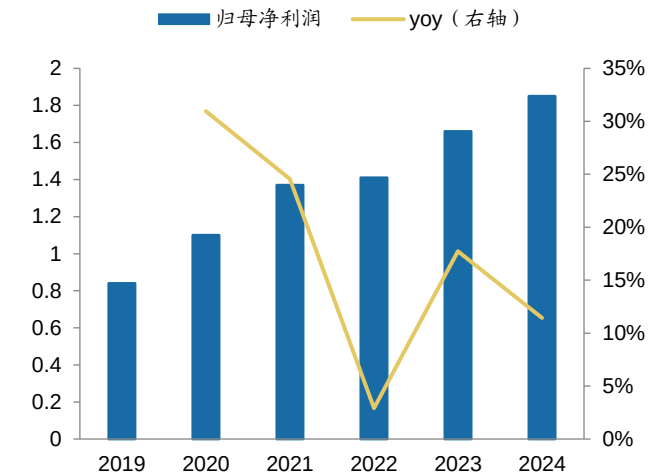
公司继续推进“稳中求进”战略，经营业绩持续平稳增长。2019-2024年，公司的营收规模和归母净利润每年都能创造新高。在2024年，虽然面对复杂多变的内外部环境以及所处行业的竞争愈发激烈，但公司力保存量、深挖增量，争抢订单、确保交付，实现公司运行平稳有序发展，2024年公司实现营业收入40.02亿元，归母净利润1.85亿元，同比增长11.45%。

图 3：2019-2024年营收规模及增速（亿元）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

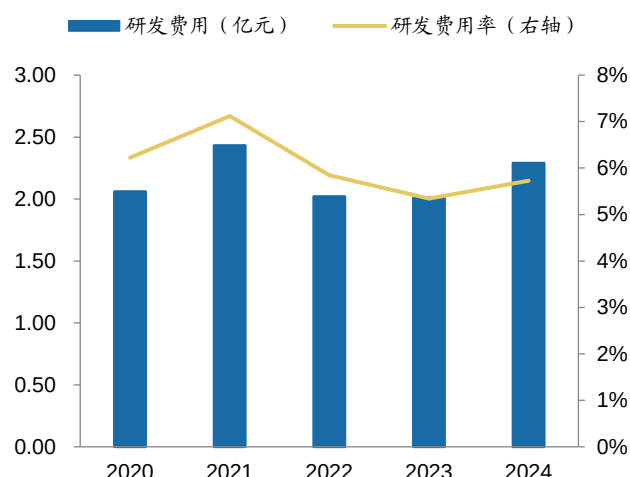
图 4：2019-2024年归母净利润及增速（亿元）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

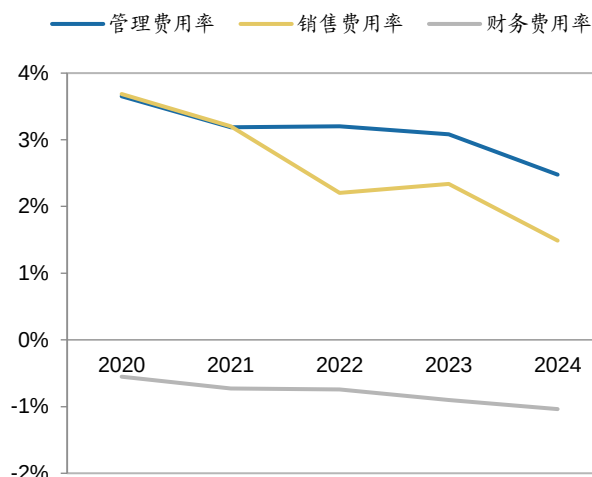
研发费用率维持高位，公司整体费用率控制较好。（1）研发费用：自2022年开始，公司研发费用虽有波动，但整体维持高位，在此期间公司研发投入的主要目标为完成WH高端系列及替代燃料产品的开发，扩大细分市场占有率，提高产品性能及竞争力，提升公司盈利能力；**（2）其他费用率：**公司进行费用管控的效果较好，整体费用率水平呈下行趋势，并且根据财务报告显示，公司利息收入逐年递增，财务费用率也随之逐年递减。

图 5：2020-2024年公司研发费用与研发费用率情况



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

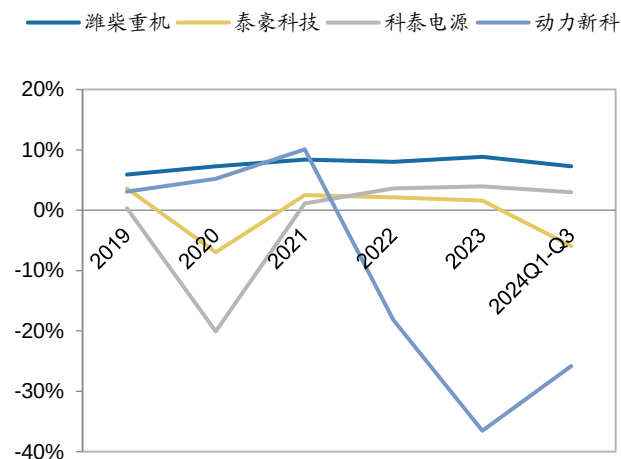
图 6：2020-2024年公司费用率情况



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

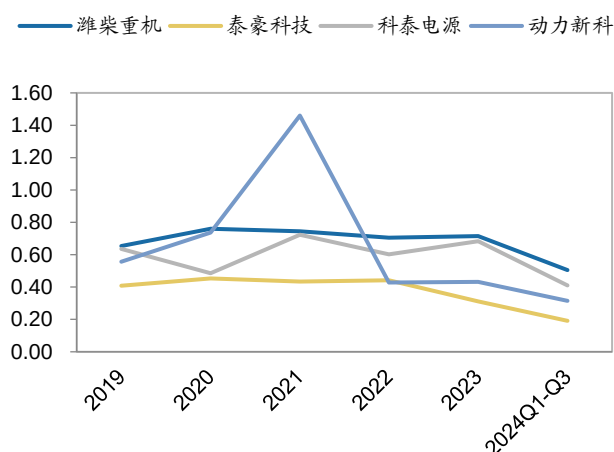
发电机组与发动机相关企业属于重资产行业，其ROE和总资产周转率能够反映企业的盈利能力、资本利用效率以及资产运营效率。2019-2024前三季度，潍柴重机的ROE和总资产周转率整体呈现稳步上升的趋势，盈利能力和资产管理效率情况较好。并且与泰豪科技、科泰电源、动力新科相比，潍柴重机的ROE水平始终保持领先，在2021年后领先优势愈发巩固，同时，公司的总资产周转率亦优于大部分可比公司，公司资产利用效率较高，资金周转能力较强，能够在重资产模式下实现较好的资本回报。

图 7：2019-2024年可比公司ROE情况



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

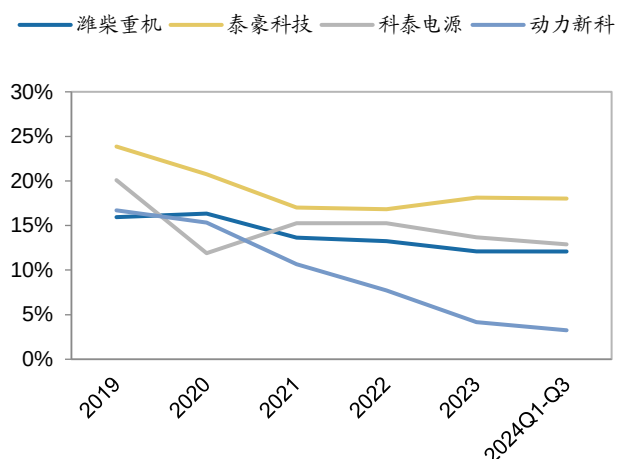
图 8：2019-2024年可比公司总资产周转率情况



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

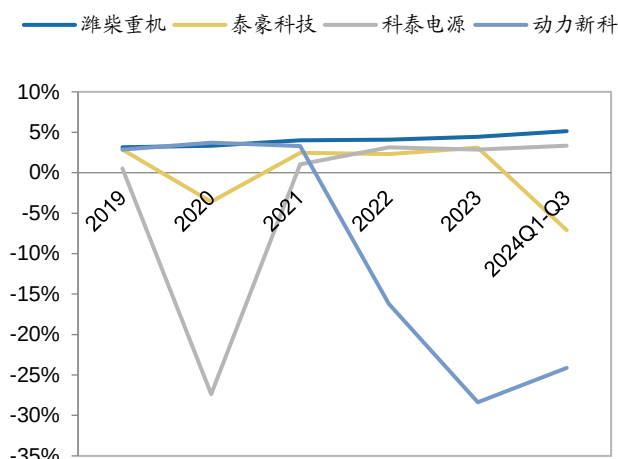
公司盈利能力在行业整体承压的情况下展现较强的稳定性，凸显公司的市场竞争力和盈利韧性。毛利率方面，公司虽呈现小幅下降趋势，但降幅相对温和，保持在可比公司中位水平，优于动力新科；而在净利率方面，潍柴重机的表现尤为稳健，在同行业普遍经历波动甚至亏损的背景下，依然维持正向增长，潍柴重机在2019-2024前三季度得净利率每年都有小幅增长，至2024Q3已增长至5.14%。

图 9：2019-2024前三季度可比公司毛利率情况



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 10：2019-2024前三季度可比公司净利率情况



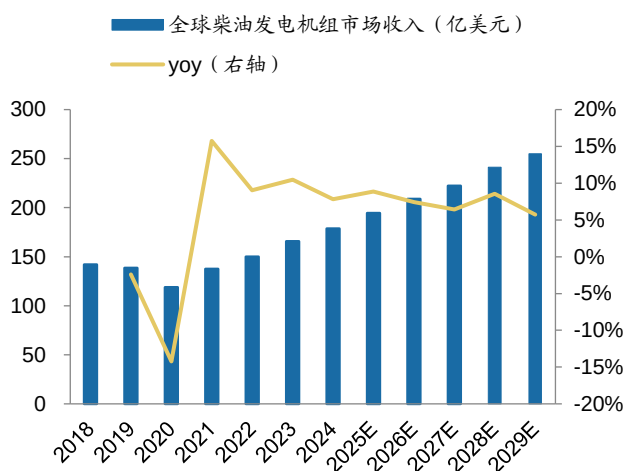
数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

二、柴发机组：一体化国产龙头，IDC 浪潮助推起飞

（一）柴发机组基于潍柴中高速机，高端发电市场或持续突破

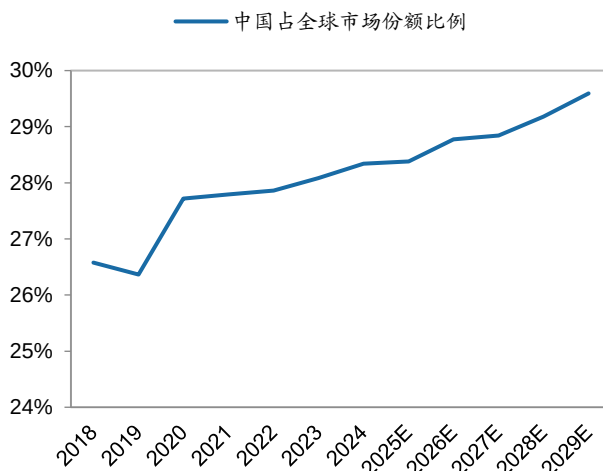
全球柴发市场规模未来呈稳步增长态势，中国将成为推动全球市场增长的重要引擎。2025年至2029年全球柴发市场规模整体呈现稳步上升趋势，长期增长逻辑依然稳固。此外，中国市场的表现尤为突出，由于中国在基础设施建设、数据中心扩张引发的应急电力需求领域的强劲动力，根据QYResearch数据显示，预计中国在全球市场的份额将会从2018年的约26.37%增至2030年的近30%。未来，随着全球柴发市场规模与中国在全球份额的双向增长，潍柴重机的发电机组业务增长空间十分可观。

图 11：2018-2029E全球柴发市场规模及增速



数据来源：QYResearch，广发证券发展研究中心

图 12：2018-2029E中国在全球柴发市场的份额情况

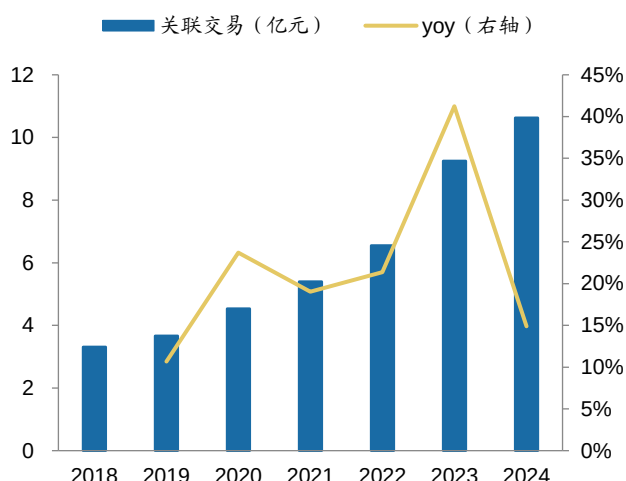


数据来源：QYResearch，广发证券发展研究中心

潍柴重机的发电机组所用的中高速发动机采购自潍柴动力。根据潍柴重机和潍柴动力官网，潍柴重机1MW-2MW的发电机组主要应用的是潍柴动力16M33和12M55系列发电用发动机，这两种系列发动机体积小、重量轻、可靠性高、经济性好、维修保养方便、环境适应性好。基于两类发动机的技术优势，潍柴重机发电机组能够形成“高可靠性+低全生命周期成本”的核心竞争力。

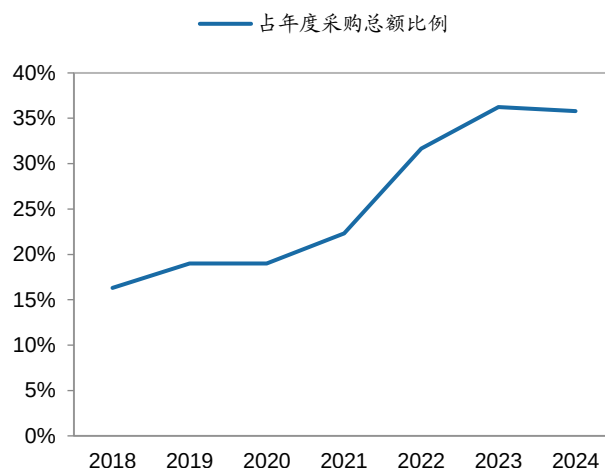
潍柴重机与潍柴动力的关联交易规模持续扩大，潍柴动力发动机产品在潍柴重机采购体系中的战略重要性日益增强。2018年至2024年间，双方关联交易金额规模呈现快速增长趋势，其中2023年交易金额同比增速超过40%，创下近五年新高。同时，潍柴动力产品在潍柴重机年度采购总额中的占比稳步提升，2023-2024年占比均在35%以上。潍柴重机正持续加大对潍柴动力的柴油机，尤其是大缸径大马力高速发动机的采购力度。

图 13: 2018-2024与潍柴动力关联交易额



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

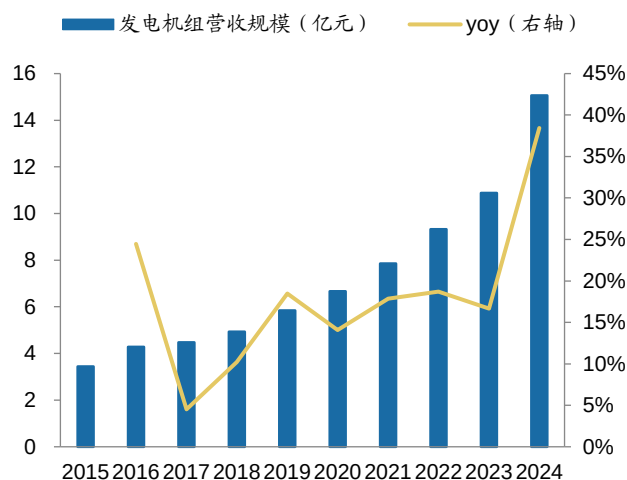
图 14: 2018-2024采购潍柴动力数额占总采购比例



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

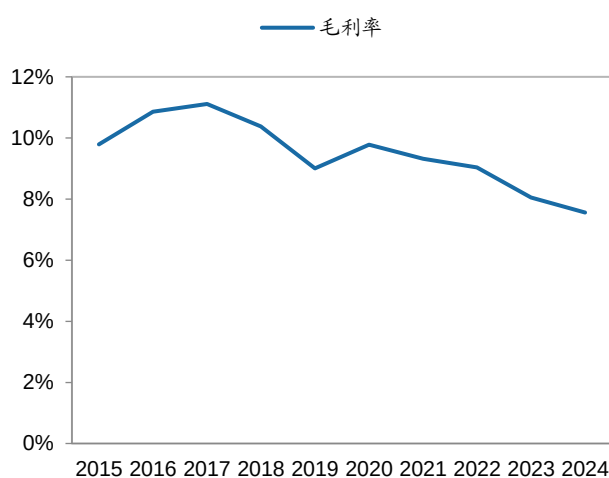
公司持续深耕发电市场，凭借多年来丰富的配套经验和行业优势，发电机组销售继续实现同比较大幅度增长。（1）**营收加速增长**：公司发电机组业务营收规模持续扩大，并且自2017年来，同比增速总体呈上升态势，2024年营收同比增速达到38.44%，增速增长明显，为近几年新高；（2）**盈利能力开始修复**：该板块毛利率近年处于波动状态，2024年毛利率有小幅下降，为7.56%。

图 15：2015-2024年公司发电机组业务营收规模及增速情况复盘



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

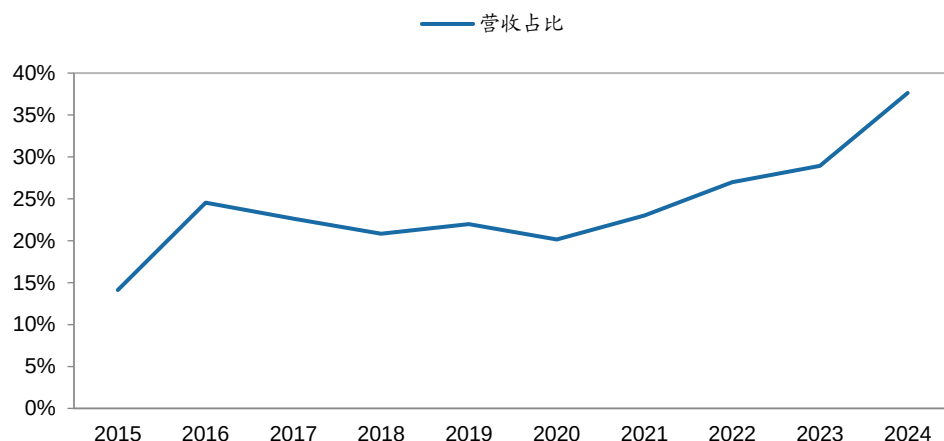
图 16：2015-2024年公司发电机组业务毛利率情况



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

潍柴重机发电机组业务在公司整体营收中的占比持续上升，业务重要性进一步提升。2015-2024 年，公司发电机组业务收入占比整体呈增长趋势，2016 年快速上升后经历短暂回落，在经过2019-2020年的相对稳定阶段后，自2021年起占比持续提高。2024年，公司发电机组营收攀升，占比上升趋势明显，2024占比达到37.63%。这一趋势表明，随着市场需求的扩大，公司在发电机组领域的业务布局不断强化，发电机组业务正成为公司增长的重要支撑。此外，当前全球数据中心、电力保障及新能源领域对备用电源需求增加，也为公司该业务板块提供了持续增长的动力。未来，公司在该领域的市场拓展和盈利能力仍值得重点关注。

图 17：2015-2024年公司发电机组业务在整体营收中的比重



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

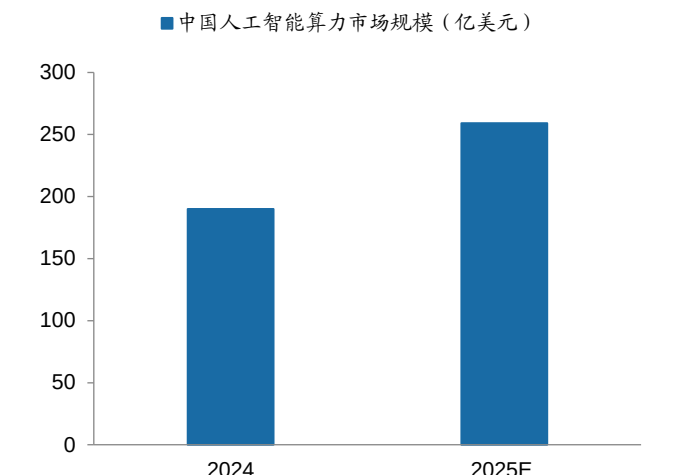
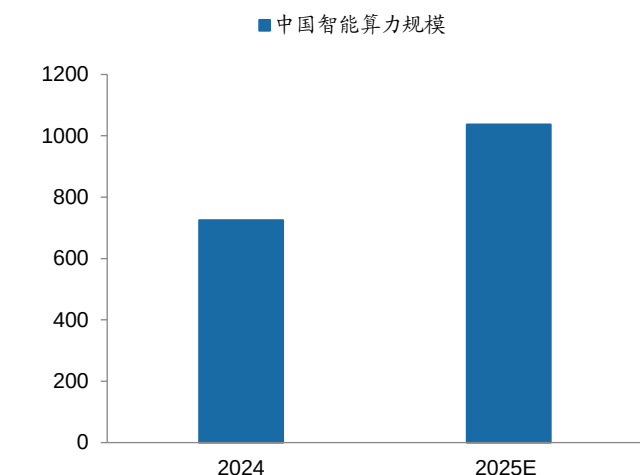
（二）AI 算力驱动数据中心增长，备用电源需求释放

AI算力规模将成中国数据中心增长的驱动力。根据中国政府网引用的《中国人工智能算力发展评估报告》相关数据，2024年中国智能算力规模达725.3百亿次/秒（EFLOPS），同比增长74.1%，增幅是同期通用算力增幅（20.6%）的3倍以上；

市场规模为190亿美元，同比增长86.9%。同时预计2025年中国智能算力规模将达到1037.3EFLOPS，较2024年增长43%；中国人工智能算力市场规模将达到259亿美元，较2024年增长36.2%。算力规模的大幅增长意味着更多的数据中心将随之配套增建。

图 18: 中国智能算力规模 (单位: 百亿亿次/秒)

图 19: 中国人工智能算力市场规模



数据来源: 中国政府网, 广发证券发展研究中心

数据来源: 中国政府网, 广发证券发展研究中心

数据中心政策明确柴发配备要求, 数据中心的建设为柴发市场带来了明确的需求增长动力。从政策层面看, A级和B级数据中心对柴发数量和冗余配置规定严格, 这一政策导向将推动数据中心在建设和运营中加大对柴发的采购和配置, 从而为柴发行业创造持续的市场需求。

随着数据中心向高等级 (如A级) 发展, 其对柴发的性能、容量和冗余要求也将进一步提升, 这将推动柴发技术升级和高端产品的市场渗透。从产业链角度看, 数据中心建设的加速扩张, 尤其是大型和超大型数据中心的兴起, 将为柴发制造商带来显著的业务增量。因此, 柴发作为数据中心不可或缺的备用电源设备, 其市场需求将伴随数据中心行业的蓬勃发展而持续增长, 潍柴重机的发电机组板块也将从中受益。

表 2: 中国数据中心分级与柴发配备要求

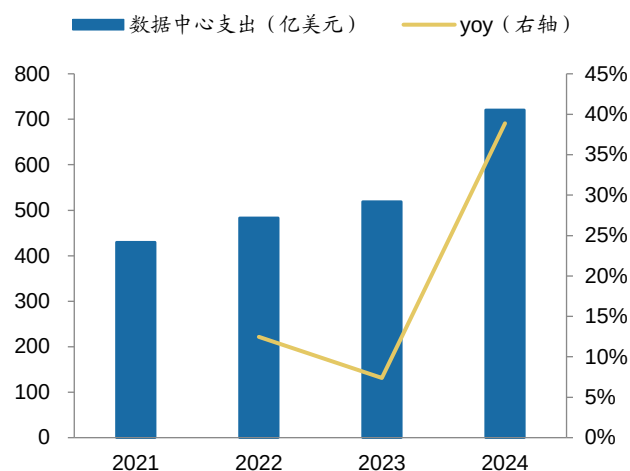
	A 级	B 级	C 级
分级说明	运行中断将造成重大经济损失或造成公共场所秩序严重混乱	运行中断将造成较大经济损失或造成公共场所秩序混乱	不属于 A 级或 B 级的数据中心
后备柴油发电机系统	柴发配备数量: N 冗余柴发数量: N+X (N=1~N)	柴发配备数量: N 冗余柴发数量: N+1	--
后备柴油发电机基本容量	应包括不间断电源系统的基本容量、空调和制冷设备的基本容量		--

数据来源: 中华人民共和国住房和城乡建设部, 《数据中心设计规范》, 广发证券发展研究中心

我国数据中心增长势头显著, 未来有望持续带动柴发需求增长。2024年我国数据中心支出增速达39%, 相比前几年有较大增长, 为近几年的新高, 在全球数据中心基建的浪潮下, 我国数据中心投资未来有望继续增长。而根据GPOWER上海动力展中

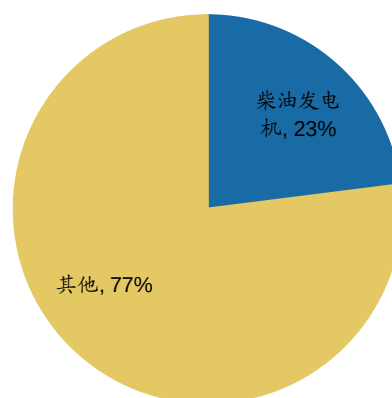
提供的数据显示，在数据中心基建成本中，柴发占比23%，为数据中心投资中的一大重要支出，以2024年为例，数据中心柴发价值就达165.7亿美元。随着未来数据中心支出的持续增长，柴发需求量将十分可观。

图 20：2021-2024中国数据中心支出情况



数据来源：Gartner, iFinD, 广发证券发展研究中心

图 21：数据中心基建成本结构

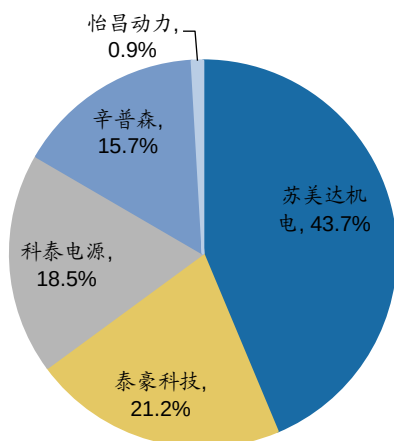


数据来源：GPOWER 上海动力展, 广发证券发展研究中心

（三）国产替代加速，破局外资垄断

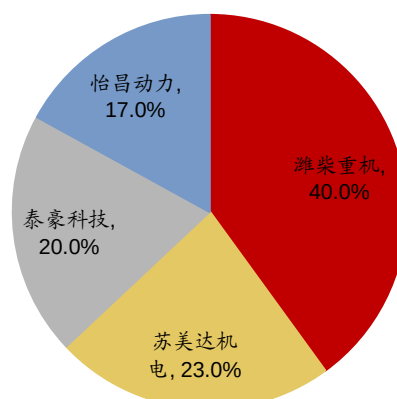
潍柴重机首次超越外资代理商，国产品牌从0到1的突破正在兑现。根据2022-2023的中标情况，苏美达与泰豪合计占据大部分份额，潍柴重机未斩获订单。而在2025-2026的招标中，潍柴重机份额跃升为第一（40%）。根据C114通信网引用的中国移动招标公示，2025-2026年集中采购产品为低压水冷柴油发电机（30~2000kW）和高压水冷柴油发电机2000kW。其中标包5（高压水冷柴油发电机2MW）为数据中心柴油机组，合计270台，潍柴重机占40%（108台），已经接近甚至超过公司过去几年单年数据中心的出货量。潍柴重机中标排名第一，泰豪科技与苏美达排名二、三。从份额角度，潍柴重机份额明显领先两家外资代理厂家（泰豪、苏美达），国产品牌从0到1的突破正在兑现。

图 22: 2022-2023中国移动高压水冷柴油发电机
2000kW中标情况



数据来源: C114 通信网, 广发证券发展研究中心

图 23: 2025-2026中国移动高压水冷柴油发电机
2000kW中标情况



数据来源: C114 通信网, 广发证券发展研究中心

从价格表现来看, 2025-2026年中标价格普遍呈现上涨趋势。内资品牌价格虽然相对较低, 但与以往相比, 已处于较高的价格区间。根据中国移动采购与招标网的相关数据并测算, 潍柴重机在2025年首次成功中标2000kW机组, 中标单价(不含税)188.38万元, 标志公司产品在数据中心领域的认可度实现了显著突破。同时, 苏美达和泰豪的中标单价(不含税)相比2022-2023年分别上涨了10.99%和8.26%, 市场整体价格上涨趋势明显。这一现象不仅反映了市场需求的增长, 也表明国产品牌在技术和服务上的提升已使其具备了一定的市场议价能力。而随着数据中心和通信基础设施的持续扩展, 柴油发电机组的需求预计将进一步增加。潍柴重机凭借此次突破实现的市场认可度, 有望在未来的招标中继续取得成绩, 继续在中占据更大的份额。

表 3: 中国移动历次高压水冷柴油发电机2MW中标情况

	整标价格(不含税, 亿元)	中标份额	中标台数	中标单价(不含税, 万元)
2019-2020 年集中采购				
(第一批)				
科泰电源	5.12 (含无排量限制标包)	50%	135	194.59
辛普森	4.69	30%	77	183.05
泰豪科技	4.98	20%	51	194.72
2019-2020 年集中采购				
(第二批)				
科泰电源	1.70	40%	36	189.39
泰豪科技	1.64	30%	27	182.32
辛普森	1.78	20%	18	198.33
2022-2023 年集中采购				
苏美达机电	10.10 (含无排量限制标包)	40%	241	184.72
泰豪科技	9.70	23%	117	190.27
科泰电源	9.48	20%	102	185.92

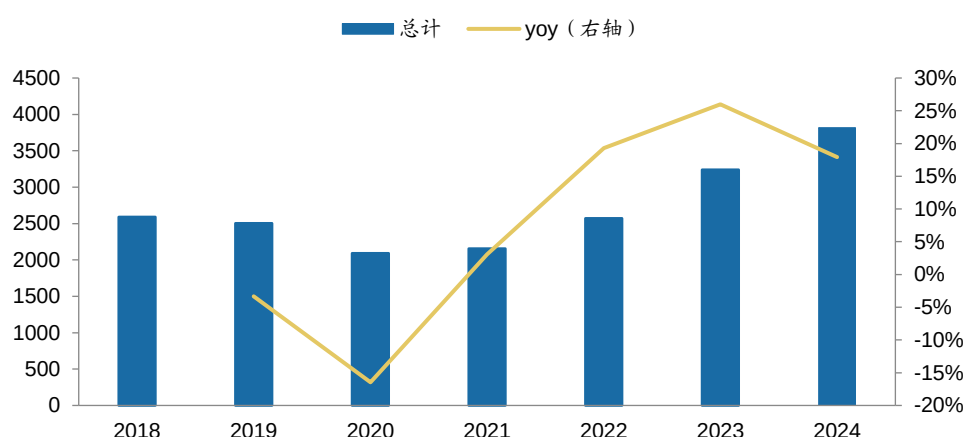
2025-2026 年集中采购

潍柴重机	5.09	40%	108	188.38
苏美达机电	5.54	23%	62	205.02
泰豪科技	5.56	20%	54	205.98

数据来源：中国移动采购与招标网，广发证券发展研究中心

2025年AIDC柴发需求预计超出现有外资品牌的产能，这一供需缺口或将为国内厂商带来重要的发展机遇。康明斯、MTU、卡特彼勒的资本开支增速在2024年有所回落，外资厂商仍在稳步推进产能布局，并无大幅扩产的迹象。此外，对于由于外资排产周期较长，短期内供需矛盾难以缓解，未来市场格局或将进一步演变。在此背景下，国产品牌将迎来市场机遇，潍柴重机的发电机组板块有望获得较大的业务增量。

图 24：2018-2024康明斯、MTU、卡特彼勒合计资本开支（百万美元）及增速



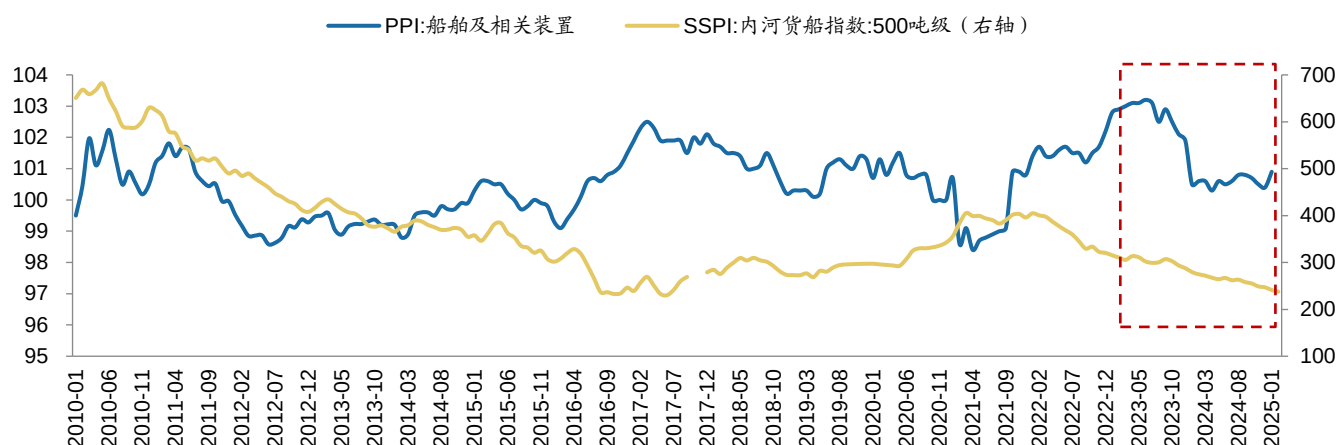
数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

三、内河船机：换新政策+内需回暖共筑新机遇

（一）内需回暖+政策利好，内河船机需求触底向上

周期下行阶段，国内市场有效需求不足，我国内河、沿海景气度较之前有所降低。作为船舶动力领域的核心供应商，潍柴重机的业绩表现与我国船舶市场的景气度高度相关。近年来，船舶制造业呈现较强的周期性波动，SSPI自2022年以来持续低迷，2023年后进一步下行，内河货船市场需求仍处于承压状态，但当前调整已较为充分，具备触底向上的反弹动能。此外，船舶及相关装置PPI自2023年冲高回落，但当前位于荣枯线以上，依旧维持了一定的景气度。

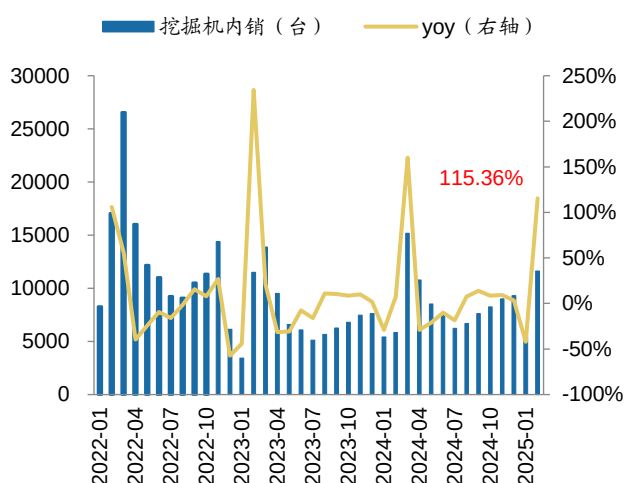
图 25：2010-2025年船舶与内河船行业周期情况复盘



数据来源：国家统计局，航运信息网，iFinD，广发证券发展研究中心

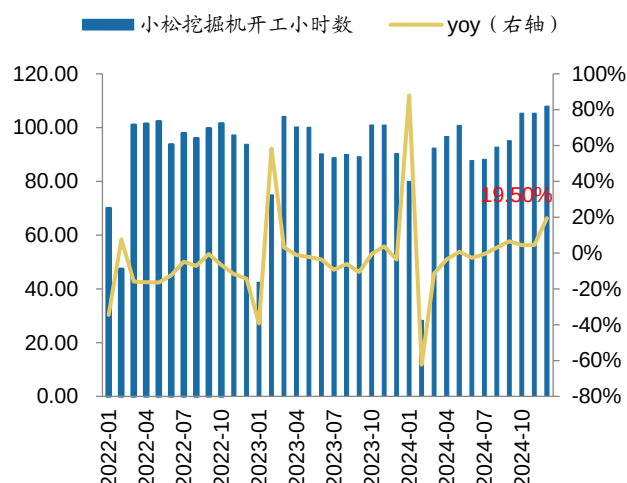
工程机械在2024年底表现愈发活跃，内河船运输市场需求有望伴随国内基建的回暖而逐步企稳。2025年1月挖掘机内销量同比大幅增长115.36%，国内基建项目施工力度显著增强，工程项目对砂石、水泥、钢材等大宗建材的需求也将得到同步回升；同时，小松挖掘机开工小时数自2024年初持续稳步上升，在2024年12月开工小时数与增速均实现突破，为全年最高。工程机械使用率提高，施工活动实际复苏力度显著均表明，基建和地产领域需求释放，这也将直接带动大宗建材运输需求的增长，从而对内河船运输业务形成有力支撑，推动内河航运市场整体表现向好。

图 26：2020-2025.2挖掘机内销情况



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

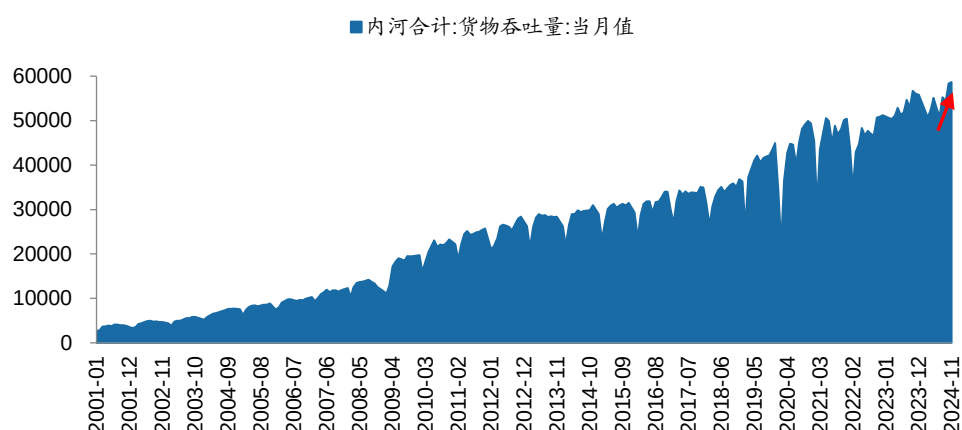
图 27：2020-2024小松挖掘机开工小时数（小时/月）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

内河船运输市场2024年需求有一定回暖，货物吞吐量规模扩大并创下历史新高。根据2001-2024年内河货物吞吐量数据，2024年尤其是下半年，吞吐量数据开始震荡上升，内河运输业务活跃度有所提升。而随着运输需求的持续攀升，船舶的更新换代和新增需求将显著增加，为船机市场带来新的增长动力。

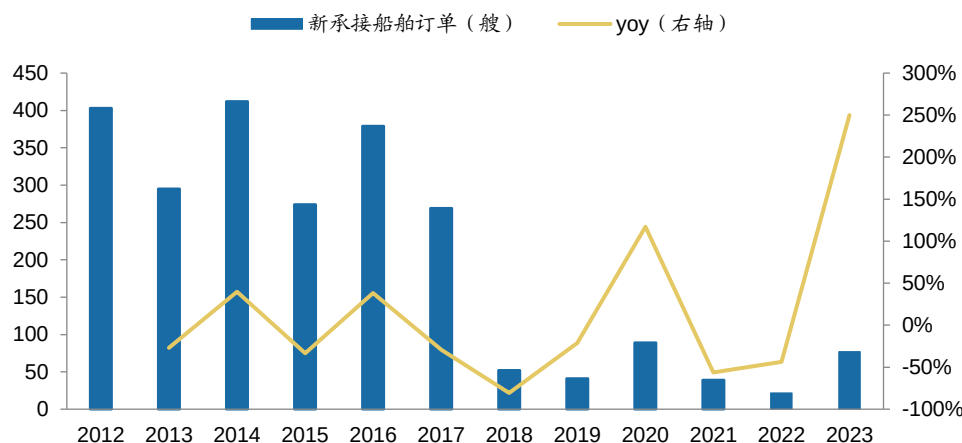
图 28：2001-2024年内河货物吞吐量（万吨）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

内河船订单显著回升。内需回暖显著推动了内河船新承接船舶订单量的回升，2023 年订单增速明显加快。从历史数据来看，2023 年内河船新接订单量同比增速超过 250%。当前内河航运市场需求有望得到修复，进而逐步提高行业景气度，而船东对于运力扩张和更新的积极性增强，带动了新船订单的显著增长。整体来看，2023 年的订单回暖为后续内河航运产业链提供了强劲的正向拉动作用，新建船舶也会同时拉动船机新需求。

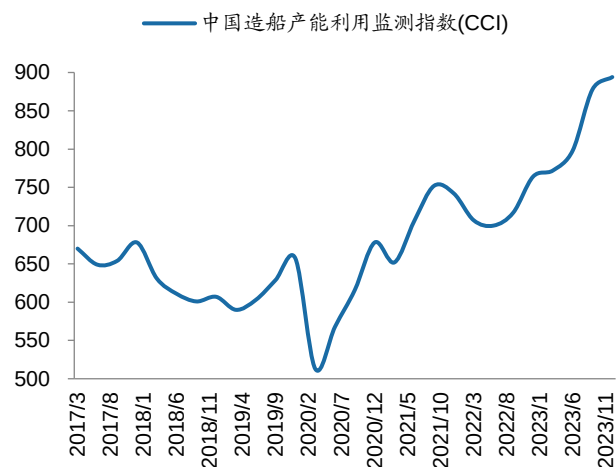
图 29：2012-2023年内河船新承接船舶订单情况



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

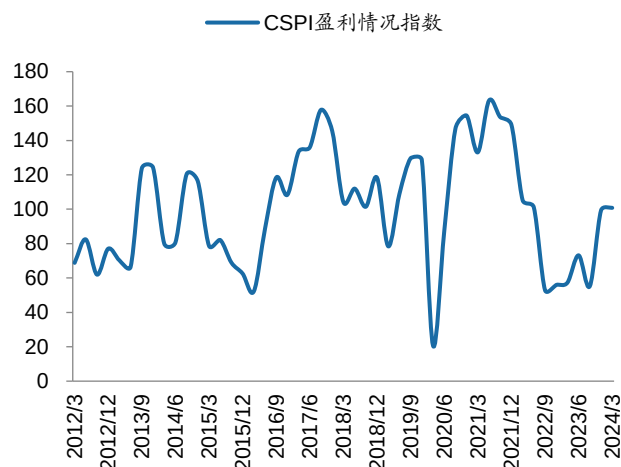
订单复苏，产能利用情况良好。当前造船产能利用检测指数为近年来的最高点，产能逐渐拉满，在内河船订单快速回升的背景下，产能与产能利用率有望进一步扩张。盈利能力方面，造船行业盈利状况经历波动后有所回暖，但仍处于修复阶段。2024 年初 CSPI 指数出现反弹，行业盈利能力正在修复，与产能利用率的上升形成呼应。随着造船企业产能利用率攀升，叠加内河运输需求与内河船订单复苏，预计行业盈利能力将继续改善。

图 30: 2017-2023年我国造船业产能利用情况



数据来源: 中国船舶工业行业协会, iFinD, 广发证券发展研究中心

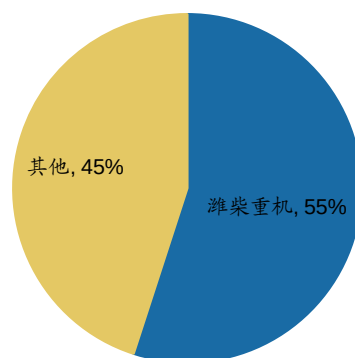
图 31: 2012-2024年我国船舶行业利润情况



数据来源: 中国航运景气指数, iFinD, 广发证券发展研究中心

公司以市占率提升为核心, 加速业务结构调整。公司实现双增压、低油耗产品在内河货船、近海(沿海)渔船市场的加速导入、切换; WH系列产品在拖船、高端海工、商船辅机市场配套提速, 重点行业大客户持续突破, 市占率不断提升, 潍柴重机牢牢占据中国船机市场的半壁江山。

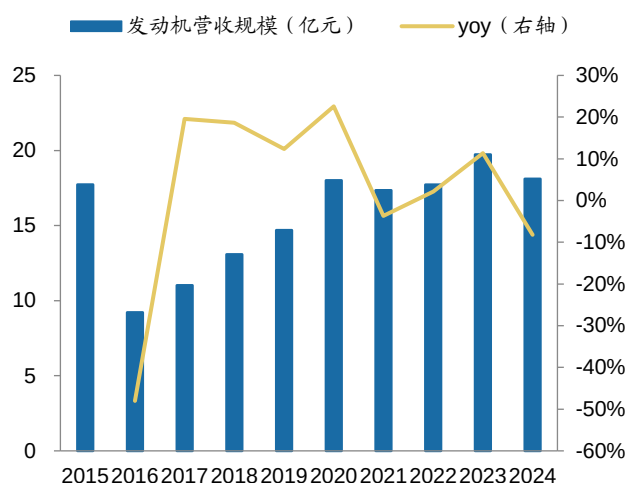
图 32: 2021年前11个月潍柴重机在中国船机市场的市占率情况



数据来源: 中国船舶报, 广发证券发展研究中心

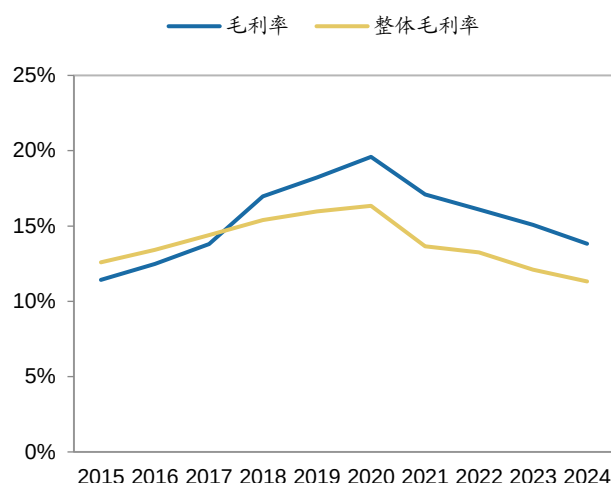
发动机板块增长动能较强, 并且对于公司利润的贡献率较高。公司发动机业务整体呈现稳步增长态势, 在2017-2023年间保持较强的增长动能, 2023年达到阶段性高点, 由于当前受内河船需求疲软的影响, 2024年营收同比下滑。但随着内需的逐渐回暖带来的船机市场需求回升, 发动机业务存在一定的增长潜力。此外, 从毛利率角度来看, 发动机板块毛利率长期高于公司整体毛利率, 并且当前依旧维持相对较高水平, 公司该业务具有较强的市场竞争力和盈利韧性。随着内河船需求的持续回暖、船舶更新换代需求的释放以及公司技术优势的持续发挥, 发动机板块有望继续为公司业绩提供重要支撑。

图 33：2015-2024年公司发动机板块营收规模及增速



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 34：2015-2024年公司发动机板块毛利率与整体毛利率对比情况



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

（二）船舶换新政策：补贴落地，绿色转型，市场焕新

为推进传统产业绿色低碳化转型，加快构建新发展格局，促进投资和消费，国家有关部门先后发布了《关于加快推动制造业绿色化发展的指导意见》《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》《交通运输大规模设备更新行动方案》《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》《交通运输老旧营运船舶报废更新补贴实施细则》等政策措施，其中针对符合条件的船舶拆解和新建燃油动力、清洁能源、新能源船舶给予“设备更新”补贴，以促进内河与沿海运输老旧船舶更新需求释放，从而加大水上运输减排脱碳力度，助力我国内河与沿海航运高质量发展。

- ① 提前报废老旧营运船舶补贴金额：单船补贴金额=补贴标准×船舶类型系数×船龄系数×船舶总吨；
- ② 提前报废老旧营运船舶后新建燃油动力营运船舶，新建燃油动力船舶的补贴金额：
单船补贴金额=补贴标准×船舶类型系数×船舶总吨；
- ③ 新建新能源清洁能源营运船舶补贴金额：单船补贴金额=补贴标准×船舶类型系数×新能源清洁能源船动力形式系数×船舶总吨。

结合新建船只补贴条件：必须在报废老船的条件下才能申请新建，且新建船只总吨不能超过报废老船总吨，即不允许存在运力增长的情况；我们得到本次政策目标：内河航运供需格局优化，淘汰部分过剩运力，同时推动绿色航运发展，偏向支持新能源船舶建设。此外，从这轮补贴来看，未来重点支持内河船、新能源船，预计未来新能源船占比增加。

表 4: 营运船舶报废更新补贴标准 (单位: 元/总吨)

类型	内河船舶	沿海船舶
提前报废老旧营运船舶	1000	1000
新建燃油动力营运船舶	500	600
新建燃油动力营运船舶	2200	1000

数据来源: 中国政府网, 《老旧营运船舶报废更新补贴标准》, 广发证券发展研究中心

表 5: 内河和沿海老旧船舶船龄系数表

	内河船		沿海船	
	船龄 (X)	船龄系数	船龄 (X)	船龄系数
客船类	10<X≤15 年	1	15<X≤18 年	1
	15<X≤20 年	0.7	18<X≤22 年	0.7
	20<X≤25 年	0.5	22<X≤25 年	0.5
货船类	15<X≤20 年	1	20<X≤23 年	1
	20<X≤25 年	0.7	23<X≤27 年	0.7
	25<X≤30 年	0.5	27<X≤30 年	0.5

数据来源: 中国政府网, 《老旧营运船舶报废更新补贴标准》, 广发证券发展研究中心

我国内河与沿海船舶老龄化问题显著, 船舶换新政策为船机市场提供较大的市场空间。根据“新能源船舶电池安全技术”的相关数据, 2023年内河船保有量10.66万艘, 沿海船保有量1.07万艘, 内河船舶中约有20%-30%的船舶符合老旧标准, 假设内河船老龄占比为25%; 而根据中国水运报的相关数据并进行测算, 沿海船老龄占比为25.89%, 得到老龄船舶保有量分别为2.67万艘、0.28万艘。假设替换年限为10年, 得到政策期内年替换内河船达2665艘, 年替换沿海船277艘。潍柴重机作为国内船舶动力设备制造的龙头企业, 老旧船舶替换需求机新能源船舶和高效动力系统推广的背景下, 有望在发动机技术优势的加持下, 推动船机业务和船机市占率的进一步增长。

表 6: 沿海省际货运船舶老龄船舶比例

	平均船龄	老旧船舶数量	老旧船舶比重	特检船舶数量	特检船舶比重
沿海省际运输干散货船	10.8	283	11.3%	35	1.4%
沿海省际运输集装箱船	7.9	37	8.5%	1	0.2%
沿海省际油船	11.2	573	51.4%	3	0.3%
沿海省际化学品船	10	158	54.7%	0	0
沿海省际液化气船	13.2	57	65.5%	6	6.9%
5 种沿海船总量	4435 艘				
老龄船舶数量	1153 艘				
老龄船舶比例	25.98%				

数据来源: 中国水运报, 广发证券发展研究中心

表 7: 营运船舶报废更新数量估算

	内河船	沿海船
保有量 (万艘)	10.66	1.07
老龄占比	25%	25.89%
老龄船舶保有量 (艘)	26650	2773
假设替换年限 (年)	10	
船舶年替换量 (艘)	2665	277

数据来源: 中国远洋海运 e 刊, 新能源船舶电池安全技术, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

潍柴重机是国内领先的船舶动力和发电设备生产制造企业, 主要产品包括发动机及动力集成系统、发电机组及电力集成系统, 柴油机零部件、船用齿轮箱配套等。预计公司 2025-2027 年营业收入 51/73/90 亿元, 增速 27.5%/42.4%/23.7%, 预计归母净利润 3.26/5.02/6.53 亿元, 增速 76.2%/54.1%/30.1%。具体来看:

(1) 内河船舶柴油机: 船舶行业的内需回暖稳住船机市场, 叠加船舶换新政策带来的较大增量, 船机行业需求有望大幅上升, 公司内河船舶柴油机业务将持续收益。预计 25-27 年公司内河船舶柴油机收入分别为 19.28/21.20/24.40 亿元, 分别同比增长 6.5%/10.0%/15.1%。考虑到在更新补贴政策的推动下, 未来替代燃料船机需求有望上升, 而替代燃料船机的盈利能力强于传统燃油机, 公司的毛利率有望上升。参考历史数据, 我们预计 25-27 年该业务的毛利率为 15%/16%/17%。

(2) 发电机组: 国内 AI 算力规模有望突破并带动数据中心投资增加, 柴油发电机组作为数据中心配套的备用电源, 需求将得到充分释放; 此外, 外资柴发企业产能不足, 国产替代进程将会加快, 公司发电机组业务有望获得突破, 占据更多的市场份额。考虑到潍柴大缸径产能的逐步爬坡和释放, 预计 25-27 年公司发电机组收入分别为 24.94/44.70/58.73 亿元, 分别同比增长 75.5%/79.2%/31.4%。当前数据中心柴油发电机组处于供不应求状态, 公司受益于行业量价齐升, 毛利率有望增长。我们预计 25-27 年该业务的毛利率为 12.7%/13.6%/14.0%。

(3) 配件: 该业务板块占比相对较低, 根据历史数据来看处于下滑通道, 我们预计 25-27 年公司配件收入分别为 2.59/2.33/2.09 亿元, 每年同比变动均为 -10%; 预计毛利率保持在 5% 左右。

(4) 材料及其他收入: 毛利率较高, 营收模式相对稳定。预计 25-27 年公司材料及其他收入分别为 4.21/4.42/4.64 亿元, 每年同比增长均为 5%, 预计毛利率稳定在 17% 左右。

表 8: 盈利预测 (单位: 百万元)

	2024	2025E	2026E	2027E
1. 内河船舶柴油机				

收入	1811	1928	2120	2440
增长率	-8.2%	6.5%	10.0%	15.1%
成本	1560	1639	1781	2025
毛利率(%)	13.8%	15.0%	16.0%	17.0%
2. 发电机组				
收入	1421	2494	4470	5873
增长率	30.6%	75.5%	79.2%	31.4%
成本	1295	2178	3863	5052
毛利率(%)	8.9%	12.7%	13.6%	14.0%
3. 配件				
收入	287.2	258.5	232.7	209.4
增长率	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
成本	272.9	245.6	221.0	198.9
毛利率(%)	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
4. 材料及其他收入				
收入	401.1	421.1	442.2	464.3
增长率	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	332.9	349.5	367.0	385.4
毛利率(%)	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
合计				
收入	4002	5102	7265	8987
增长率	6.4%	27.5%	42.4%	23.7%
成本	3549	4412	6231	7661
毛利率	11.3%	13.5%	14.2%	14.7%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

基于潍柴重机以船舶动力和发电设备为主业，我们选取以下公司作为可比公司：中国动力主要从事船舶动力系统的研发和制造，科华数据、润建股份、润泽科技的业务均与数据中心相关。以上公司与潍柴重机的主业具有一定可比性。可比公司之间的估值差异主要在于：（1）中国动力主业以远洋船低速机为主，造船板块估值因美国301法案影响、下游需求波动等因素当前处于较低水平；（2）科华数据、润建股份、润泽科技估值较高主要系主业为IDC服务、数据中心产品及集成、智慧电能产品等，近几年处于较快增长趋势，因此估值相对较高。

参考可比公司估值，考虑到潍柴重机在数据中心具备强劲增长潜力+国产替代进度领先，以及船机业务在内需回暖和内河船换新政策推动下的市场机遇，公司未来有望实现较快的业绩增速，值得一定的估值溢价，给予公司2025年40xPE，对应合理价值39.35元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	归母净利润（百万元）			PE估值水平		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中国动力	600482.SH	船用发动机	494	1,261	2,091	3,075	39.16	23.62	16.06
科华数据	002335.SZ	UPS	222	442	664	818	50.28	33.47	27.18
润建股份	002929.SZ	算力租赁	151	355	476	684	42.46	31.66	22.05
润泽科技	300442.SZ	IDC	983	2,202	3,212	4,059	44.67	30.62	24.23
平均							44.14	29.84	22.38

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：盈利预测来自 Wind 一致预测。采用 2025/4/2 日收盘价估值。

五、风险提示

（一）数据中心扩建不及预期，影响柴油发电机组需求

数据中心行业作为大功率柴油发电机组的核心下游市场，其扩建进度直接影响市场需求。当前数据中心建设受政策调整、资本开支周期、土地及能耗审批等因素制约，若未来政策收紧或能耗指标趋严，可能导致数据中心扩建节奏放缓，进而影响对柴油发电机组的需求。此外，海外市场受全球宏观经济波动、区域政治风险及投资回报率考量等因素影响，海外数据中心建设存在不确定性，可能对公司海外业务拓展形成挑战。

（二）行业竞争加剧，影响产品盈利能力

随着国产品牌加快布局，国内柴油发电机组市场竞争日益激烈。尽管高端市场仍由 MTU、康明斯等外资品牌占据主导，但国产品牌正通过成本控制、供应链整合及技术提升不断增强竞争力。若行业竞争加剧，可能引发价格战，使公司柴油发电机组产品的毛利率承压。同时，数据中心客户对于备用电源的技术要求较高，市场需求或向高功率、高稳定性产品集中，若公司在技术升级、产品认证及市场拓展方面未能保持领先，可能影响市场份额及盈利水平。

（三）供应链成本波动风险，影响公司盈利能力

柴油发电机组生产涉及发动机、发电机、电控系统等多个核心部件，供应链稳定性及成本变动直接影响公司盈利能力。当前行业面临部分核心零部件依赖进口、全球供应链不稳定、原材料价格波动等风险，若未来钢材、铜等大宗商品价格上涨，或进口发动机等关键部件成本提升，将可能推高公司的生产成本，压缩利润空间。此外，若全球贸易环境变化、汇率波动加剧，可能影响海外供应链的稳定性，进而对公司的采购成本和交付能力造成不利影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,562	4,451	4,843	6,930	8,787
货币资金	2,114	2,661	2,913	4,197	5,426
应收及预付	324	458	415	588	724
存货	566	820	727	1,023	1,251
其他流动资产	558	512	789	1,121	1,386
非流动资产	1,871	1,829	1,778	1,727	1,674
长期股权投资	730	752	752	752	752
固定资产	815	747	681	614	547
在建工程	15	34	40	45	49
无形资产	151	158	158	158	158
其他长期资产	160	138	148	158	168
资产总计	5,433	6,280	6,622	8,656	10,461
流动负债	3,173	3,904	3,985	5,618	6,900
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	2,556	3,136	3,186	4,500	5,533
其他流动负债	616	768	799	1,117	1,367
非流动负债	318	316	316	316	316
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	318	316	316	316	316
负债合计	3,490	4,219	4,301	5,933	7,216
股本	331	331	331	331	331
资本公积	563	563	563	563	563
留存收益	1,039	1,155	1,416	1,817	2,340
归属母公司股东权益	1,942	2,060	2,321	2,723	3,246
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	5,433	6,280	6,622	8,656	10,461

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3762	4002	5102	7265	8987
营业成本	3320	3549	4412	6231	7661
营业税金及附加	23	19	31	44	54
销售费用	74	60	77	109	135
管理费用	116	99	128	182	225
研发费用	201	229	281	400	494
财务费用	-34	-42	-53	-58	-84
资产减值损失	-5	-4	-8	-7	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	58	57	77	109	135
营业利润	157	191	343	529	710
营业外收支	-3	2	0	0	0
利润总额	154	193	343	529	710
所得税	-13	8	17	26	57
净利润	166	185	326	502	653
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	166	185	326	502	653
EBITDA	199	221	401	582	739
EPS（元）	0.50	0.56	0.98	1.52	1.97

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	461	426	301	1,336	1,285
净利润	166	185	326	502	653
折旧摊销	137	126	111	112	113
营运资金变动	228	155	-72	820	638
其它	-70	-41	-64	-98	-119
投资活动现金流	-7	6	17	49	75
资本支出	-26	-29	-60	-60	-60
投资变动	0	0	0	0	0
其他	20	35	77	109	135
筹资活动现金流	-50	-60	-65	-100	-131
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-50	-60	-65	-100	-131
现金净增加额	405	372	252	1,284	1,229
期初现金余额	1,351	1,756	2,128	2,380	3,664
期末现金余额	1,756	2,128	2,380	3,664	4,893

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	8.9%	6.4%	27.5%	42.4%	23.7%
营业利润	10.1%	21.8%	79.8%	54.1%	34.4%
归母净利润	18.3%	11.1%	76.2%	54.1%	30.1%
获利能力					
毛利率	11.7%	11.3%	13.5%	14.2%	14.7%
净利率	4.4%	4.6%	6.4%	6.9%	7.3%
ROE	8.6%	9.0%	14.0%	18.4%	20.1%
ROIC	3.5%	4.4%	11.9%	16.4%	17.8%
偿债能力					
资产负债率	64.2%	67.2%	64.9%	68.5%	69.0%
净负债比率	179.7%	204.8%	185.3%	217.9%	222.3%
流动比率	1.12	1.14	1.22	1.23	1.27
速动比率	0.93	0.92	1.03	1.04	1.08
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.68	0.79	0.95	0.94
应收账款周转率	12.21	11.17	12.58	15.30	14.47
存货周转率	6.42	5.12	5.70	7.12	6.74
每股指标（元）					
每股收益	0.50	0.56	0.98	1.52	1.97
每股经营现金流	1.39	1.28	0.91	4.03	3.88
每股净资产	5.86	6.22	7.01	8.22	9.80
估值比率					
P/E	21.26	30.89	36.59	23.75	18.25
P/B	1.81	2.78	5.14	4.38	3.68
EV/EBITDA	7.07	13.92	22.51	13.28	8.80

广发机械行业研究小组

代 川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。

孙 柏 阳：联席首席分析师，南京大学金融工程硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

朱 宇 航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

汪 家 豪：资深分析师，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

范 方 舟：资深分析师，中国人民大学国际商务硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

王 宁：资深分析师，北京大学金融硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

蒲 明 琪：高级分析师，纽约大学计量金融硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

黄 晓 萍：高级研究员，复旦大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

张 智 林：研究员，同济大学建筑学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。