

非金融公司 | 公司深度 | 大金重工 (002487)

国内管桩出海龙头发展提速



| 报告要点

欧洲能源独立带动海风需求起量、日韩海风开发潜力较大且逐步进入建设期、国内海风限制因素逐步解除，或共同驱动未来全球海风需求大幅提升；海外企业扩产动作较缓慢，带来了国内企业进入高盈利海风管桩市场的宝贵窗口期。大金重工于 2019 年起布局出海业务，近年来持续取得交付规模与订单突破，并进一步扩建海风出口产能，充分受益于行业发展，进一步夯实公司海风出海龙头地位。

| 分析师及联系人



陈子锐



贺朝晖

SAC: S0590524080006 SAC: S0590521100002

大金重工(002487)

国内管桩出海龙头发展提速

行业： 电力设备/风电设备
 投资评级： 买入（维持）
 当前价格： 22.29 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 638/631
 流通A股市值(百万元) 14,063.21
 每股净资产(元) 11.10
 资产负债率(%) 38.78
 一年内最高/最低(元) 27.36/16.32

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

我们为什么看好大金重工？

欧洲能源独立带动海风需求起量、日韩海风开发潜力较大且逐步进入建设期、国内海风限制因素逐步解除，或共同驱动未来全球海风需求大幅提升；海外企业扩产动作较缓慢，带来了国内企业进入高盈利海风管桩市场的宝贵窗口期。大金重工于2019年起布局出海业务，近年来持续取得交付规模与订单突破，并进一步扩建海风出口产能，充分受益于行业发展，进一步夯实公司海风出海龙头地位。

海外海风建设有望加速，基础供需趋紧

根据 GWEC 测算，未来海外海风或进入加速建设期，2023-2028 年海外海风新增装机 CAGR 高达 32%。重点关注欧洲海风中长期发展空间，根据 WindEurope 测算，2023-2030 年欧洲新增海风装机 CAGR 达 35%。基础环节或供需趋紧，根据 RystadEnergy 数据，2022 年欧洲本土塔筒与管桩产能分别为 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。

营收与订单共振，出海优势有望持续扩大

公司已实现海工规模化出口，2023 年海风海工产品出口规模近 10 万吨，同比提升 4000%+；2024H1，公司已发运多个欧洲海工项目，公司出口海工+出口陆风收入占比 50% 以上。订单维度，公司 2023 年从欧洲市场累计海风单桩订单量全球领先，总签单量同比 2022 年增长超 50%，2024 年 4 月公司与某欧洲海风开发商签署 40 万吨海风基础锁产协议，订单维持高增。未来随着公司曹妃甸/盘锦基地产能逐步释放，公司有望凭借领先的制造能力与出口海工产能，持续扩大出海优势。

海风海工出海加速，给予“买入”评级

公司深耕海外海工市场，交付规模及新增订单领先行业，且加大出口海工产能建设，有望提升海风基础营收规模及盈利能力。综上我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 42.80/62.52/84.20 亿元，同比分别-1.04%/+46.08%/+34.67%，归母净利润分别为 5.09/8.08/11.64 亿元，同比分别提升 19.82%/58.64%/44.00%，EPS 分别为 0.80/1.27/1.82 元/股，对应三年 CAGR 为 39.9%，给予“买入”评级。

风险提示：国内海风建设进度不及预期，海外风电建设进度不及预期，产能扩建不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5106	4325	4280	6252	8420
增长率(%)	15.21%	-15.30%	-1.04%	46.08%	34.67%
EBITDA(百万元)	615	652	758	1133	1565
归母净利润(百万元)	450	425	509	808	1164
增长率(%)	-22.02%	-5.58%	19.82%	58.64%	44.00%
EPS(元/股)	0.71	0.67	0.80	1.27	1.82
市盈率(P/E)	31.2	33.0	27.6	17.4	12.1
市净率(P/B)	2.2	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	40.9	24.1	16.4	11.1	7.9

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 11 月 26 日收盘价

投资聚焦

不同于市场的观点

市场部分观点担忧国内塔筒环节竞争激烈，较为担心盈利能力，尤其是陆风塔筒。我们认为公司已逐步实现向“新两海”战略转型，以海外海风产品为主，近年来公司陆上业务有序收缩，2023年公司海上业务营收占比首次超过陆风占比；2024年以来，公司海上业务持续扩张，陆上业务有序收缩，2024前三季度公司海外和国内海上业务收入占比持续提升，超过60%。展望未来，公司海上业务营收占比有望进一步提升，或持续推动公司整体盈利能力提升。

核心假设

- 海外海风业务：考虑到未来海外海风有望进入加速建设期，且公司持续取得欧洲海风订单突破，我们预计公司2024-26年海外海风出货规模10/20/32万吨。
- 国内陆风业务：考虑到国内陆风塔筒竞争相对激烈，近年来公司有序收缩陆上风塔规模，我们预计公司2024-26年陆风产品出货规模为18/18/16万吨。

盈利预测、估值与评级

公司作为管桩出海龙头企业，近年来持续取得海外订单突破，且加大出口海工产能建设，有望充分受益于海外海风的旺盛需求。综上我们预计公司2024-2026年营收分别为42.80/62.52/84.20亿元，同比分别-1.04%/+46.08%/+34.67%，归母净利润分别为5.09/8.08/11.64亿元，同比分别提升19.82%/58.64%/44.00%，EPS分别为0.80/1.27/1.82元/股，对应三年CAGR为39.9%，给予“买入”评级。

投资看点

- 短期来看，公司作为国内管桩出海领军企业，欧洲海风在手订单饱满，有望充分受益于欧洲海风需求起量。
- 长期来看，公司通过近年来成功交付的欧洲海风项目，积累了丰富的海外项目经验，树立了较好的口碑和公司形象，助力公司在欧洲市场有望进一步拓宽销售渠道以及产品盈利能力，也为公司开拓亚太等其他市场打下了坚实的基础。同时，随着公司出口产能稳步扩张，以及自有海工航运船陆续投运，或进一步提升公司产品出海竞争优势，未来公司海外订单有望持续落地。

正文目录

1. 二十年栉风沐雨，造就管桩出海领军企业	6
1.1 发展历程与股权架构	6
1.2 聚焦风电基础，出海持续领先	7
2. 行业：海内外海风需求共振	10
2.1 国内海风有望进入加速建设期	10
2.2 海外海风建设有望加速	15
2.3 欧洲塔筒/管桩供需趋紧	18
3. 公司发展：海风出海优势显著，产能布局领先	21
3.1 海风出海加速推进，营收与订单共振	21
3.2 出海海工基地持续扩张，自有码头优势显著	23
4. 盈利预测、估值与投资建议	26
4.1 盈利预测	26
4.2 估值与投资建议	28
5. 风险提示	30

图表目录

图表 1：公司发展历程	6
图表 2：公司股权架构（截至 2024Q3）	7
图表 3：公司近年营收比例（按产品）	8
图表 4：公司近年营收比例（按地区）	8
图表 5：公司近年营业收入（亿元）	8
图表 6：公司近年归母净利润（亿元）	8
图表 7：公司近年毛利率与净利率水平	9
图表 8：公司近年各业务毛利率水平	9
图表 9：公司近年研发费用（亿元）及研发费用率	9
图表 10：公司近年上半年整体毛利率水平	10
图表 11：公司近年上半年风电塔筒毛利率水平	10
图表 12：江苏省划分项目进展概览	11
图表 13：青洲五/六/七、帆石一/二海风场址分布图	12
图表 14：阳西县海上风电布局	12
图表 15：国内沿海省市海上风机招标规模（MW）	12
图表 16：广东三峡青洲五/六/七项目进展概览	13
图表 17：广东中广核帆石一/二项目进展概览	13
图表 18：国内陆上风机招标规模（MW）	14
图表 19：国内海上风机及 EPC 总承包招标规模（MW）	14
图表 20：国内海风新增装机预测（GW）	15
图表 21：海外风电新增装机预测（GW）	15
图表 22：海外海上风电新增装机预测（GW）	15
图表 23：欧洲各国未来海上风电装机规划（GW）	16
图表 24：欧洲海上风电新增装机预测	16

图表 25:	欧洲核心 TSO 公司未来投资计划.....	17
图表 26:	荷兰 Tennet 过去电网投资及未来投资规划 (亿欧元)	17
图表 27:	德国 EON 近年能源网络及未来投资规划 (亿欧元)	17
图表 28:	2024-2030 年欧洲海风水下基础分布预测	18
图表 29:	2035-2050 年美国海风水下基础分布预测	18
图表 30:	欧洲塔筒供需预测 (百万吨)	19
图表 31:	欧洲管桩供需预测 (百万吨)	19
图表 32:	SIF 近期单吨售价与单吨加工费	19
图表 33:	SIF 近期单吨贡献 (欧元, 右轴: 利润贡献率)	19
图表 34:	海力风电成本构成.....	20
图表 35:	海力风电直接材料成本构成.....	20
图表 36:	中国/德国/美国中厚板价格对比 (元/吨)	20
图表 37:	近期公司出口海风项目交付情况概览.....	21
图表 38:	公司近年国外营业收入及增速 (亿元)	22
图表 39:	大金重工欧洲海风订单概览.....	22
图表 40:	近年公司内销/外销毛利率对比.....	23
图表 41:	近年塔筒环节公司塔筒业务毛利率对比.....	23
图表 42:	公司产能布局及规划.....	23
图表 43:	公司出口海工产能概览.....	24
图表 44:	公司在建唐山曹妃甸基地效果图.....	25
图表 45:	公司运输船 King One 效果图.....	25
图表 46:	公司运输船 Kingone 核心优势.....	25
图表 47:	国内十万吨级泊位增量稀少 (个数)	26
图表 48:	公司营收测算汇总 (亿元)	27
图表 49:	公司盈利预测汇总.....	28
图表 50:	基本假设关键参数.....	28
图表 51:	FCFF 测算结果	29
图表 52:	FCFF 模型敏感性测试 (元)	29
图表 53:	可比公司估值对比.....	30

1. 二十年栉风沐雨，造就管桩出海领军企业

1.1 发展历程与股权架构

海风管桩领军企业，出海进度领先。2000 年公司成立于辽宁省阜新市，2006 年，公司开始从传统能源装备制造向清洁能源装备制造转型，并交付了第一个陆上风电塔筒项目。发展至今，公司已经稳居全球风电装备制造产业第一梯队，于 2019 年布局海外海风市场，是国内首家出口欧洲海塔（14.7MW 级）和亚洲首家出口欧洲超大型单桩（14.7MW 级）的风电海工装备制造企业。

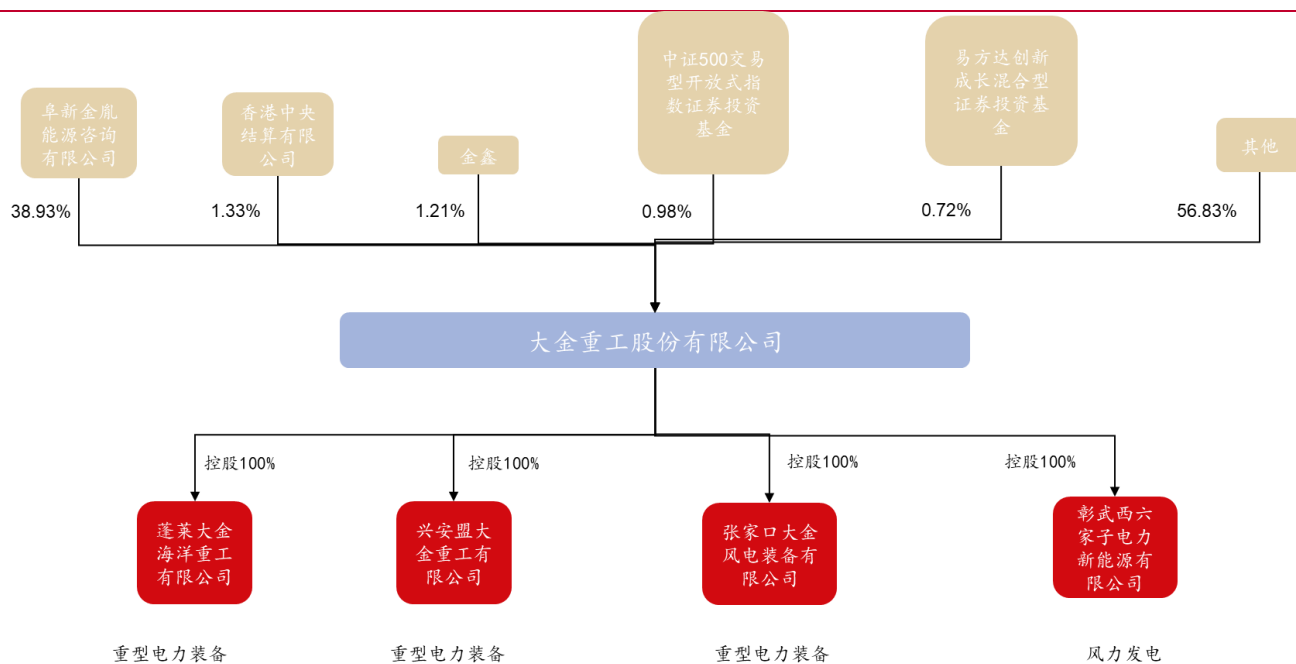
此外，公司在其他如新能源投资开发、风电产业园投资运营等产业链纵深的战略布局也在有序推进壮大，并快速成长为公司持续健康发展的新增长点。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司年报，国联证券研究所

股权结构清晰稳定。截至 2024Q3，公司董事长金鑫为实际控制人，通过直接持股和全资控股阜新金胤，合计持有 40.14% 的上市公司股权。其他前十大股东多为国内大型公募基金，持股比例均在 2.0% 以下。业务布局方面，公司下设重型装备、风力发电等子公司。截至 2024Q2，公司纳入合并报表范围的子公司共 54 家，其中对公司营收有重要影响的全资子公司包括蓬莱大金海洋重工有限公司、彰武西六家子电力新能源有限公司。

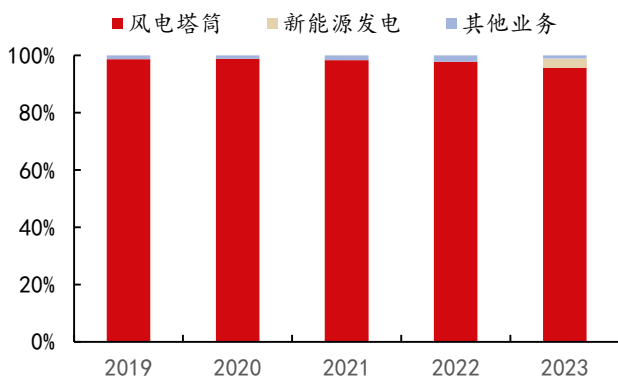
图表2：公司股权架构（截至 2024Q3）


资料来源：wind，国联证券研究所

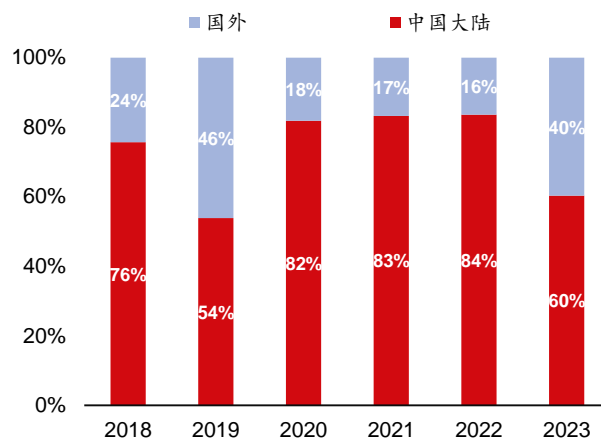
1.2 聚焦风电基础，出海持续领先

公司主营业务为风电装备产品的生产和销售，新能源投资开发、建设和运营业务。在风电装备制造板块，公司主要生产及销售塔筒、管桩、导管架、浮式基础、过渡段等风电产品。2023 年风电塔筒收入占公司总收入的 96%，新能源发电业务收入占比达 3%。

海风出口已实现规模化交付。海外订单业内领先。公司于 2019 年布局海外市场，2023 年实现规模化出口，全年向欧洲累计发运海上风电海工产品近 10 万吨，交付规模行业领先。2023 年公司国外地区营收比例达 39.6%，同比+23.2pct。

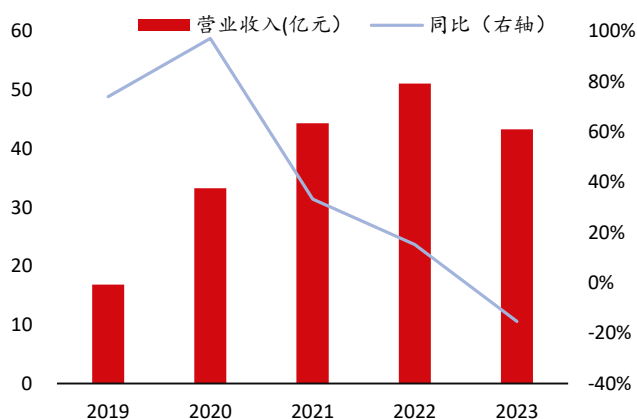
图表3: 公司近年营收比例 (按产品)


资料来源: wind, 公司年报, 国联证券研究所

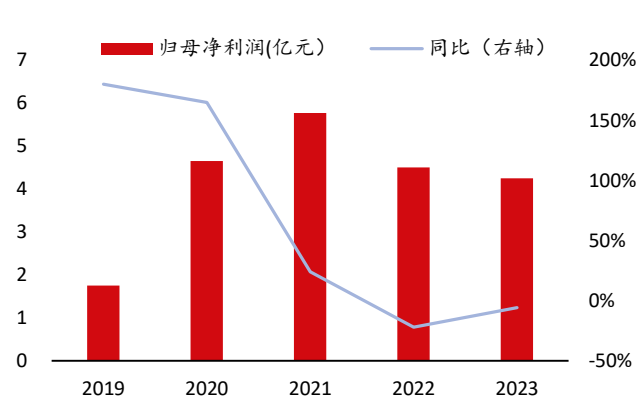
图表4: 公司近年营收比例 (按地区)


资料来源: wind, 公司年报, 国联证券研究所

2019-2023年, 公司营业收入从16.87亿元增长至43.25亿元, CAGR为26.5%; 归母净利润从1.76亿元增长至4.25亿元, 对应CAGR达24.7%。2023年, 公司营收同比下滑15.3%, 主要系公司对部分国内陆上产品进行主动去化, 归母净利润同比下滑5.6%, 主要系某海外项目执行时间延长影响2023Q4净利润、阜新彰武风场转固, 形成的折旧摊销及相关财务费用。

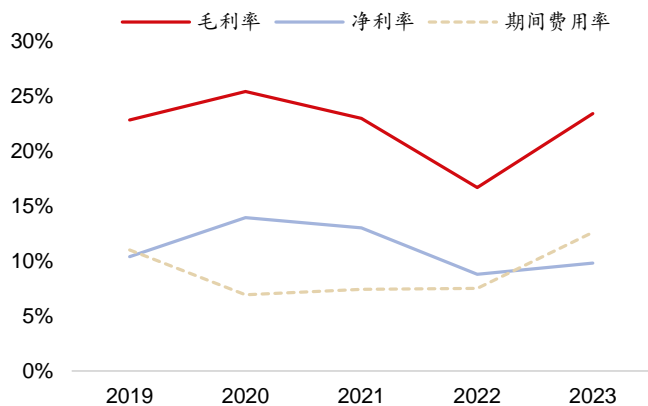
图表5: 公司近年营业收入 (亿元)


资料来源: wind, 国联证券研究所

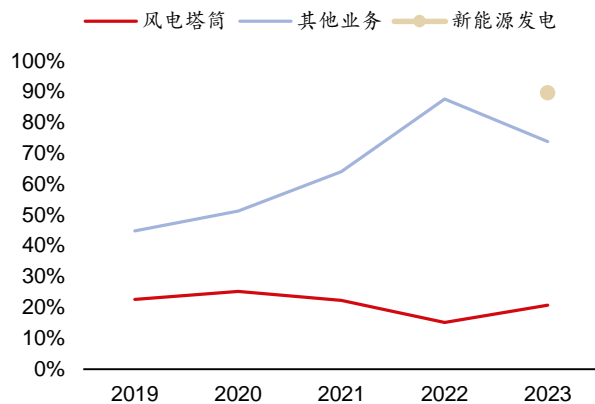
图表6: 公司近年归母净利润 (亿元)


资料来源: wind, 国联证券研究所

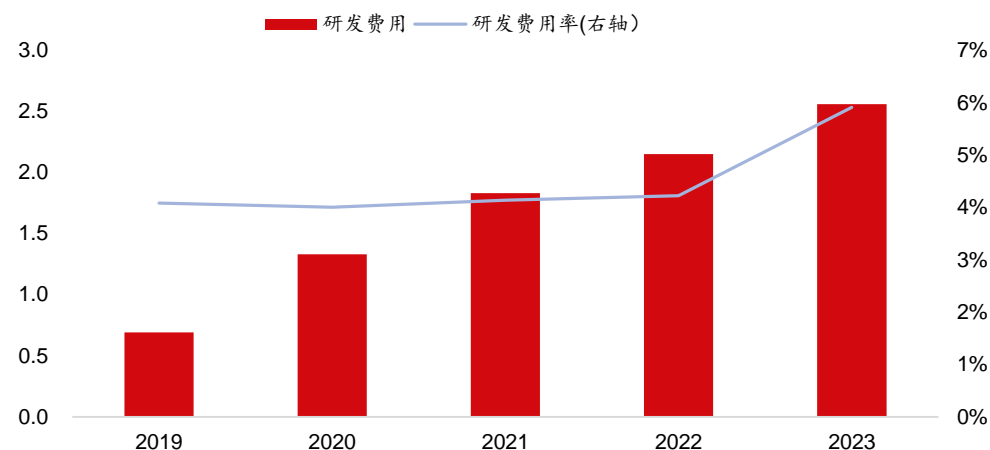
盈利能力方面, 随着公司海外海风营收占比逐步提升, 公司盈利能力改善, 2023年公司毛利率为23.4%, 同比+6.7pct, 净利率为9.8%, 同比+1.0pct; 2023年公司期间费用率同比有所增长, 主要系公司近年来持续加大研发投入, 提高公司研发水平, 2023年研发费用率达5.9%, 同比+1.7pct。

图表7：公司近年毛利率与净利率水平


资料来源：iFind，国联证券研究所

图表8：公司近年各业务毛利率水平


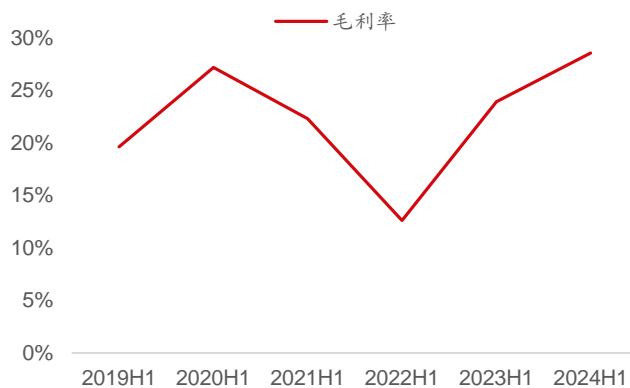
资料来源：iFind，国联证券研究所

图表9：公司近年研发费用（亿元）及研发费用率


资料来源：iFind，国联证券研究所

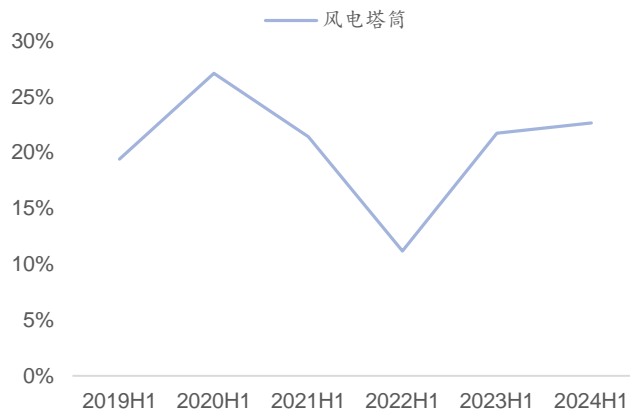
2024H1 海外海风加速扩张，盈利能力持续提升。2024 上半年公司实现营业收入 13.56 亿元，同比-34.20%；实现归母净利润 1.74 亿元，同比-36.23%，主要系国内风电行业阶段性开工迟缓等因素影响。2024 年上半年公司加码海上业务，陆风业务有序收缩，根据公司 2024 年半年报披露，公司海外和国内海上业务收入占比超过 57%，海外业务收入占风电装备制造板块的比例超过 60%，同比+16pct。2024H1 毛利率达 28.57%，同比+4.61pct，其中风电装备业务实现毛利率 22.65%，同比+0.92pct。

图表10: 公司近年上半年整体毛利率水平



资料来源: iFind, 国联证券研究所

图表11: 公司近年上半年风电塔筒毛利率水平



资料来源: iFind, 国联证券研究所

2. 行业：海内外海风需求共振

2.1 国内海风有望进入加速建设期

江苏海风项目加速推进。根据《2023年江苏省风电产业发展报告》披露，截至2023年江苏海上风电累计装机并网规模达11.8GW；2021年受用海审批进度影响，江苏省2021年启动竞配的2.65GW海风项目未能如期核准，导致至今未开工建设。2023年9月下旬以来，伴随着龙源射阳1GW海上风电项目、国信大丰850MW海上风电项目、三峡大丰800MW海上风电项目相继核准，2024年3月以来，项目相继启动相关招投标，我们预计江苏海风建设有望稳步推进，存量项目有望于今年开工。

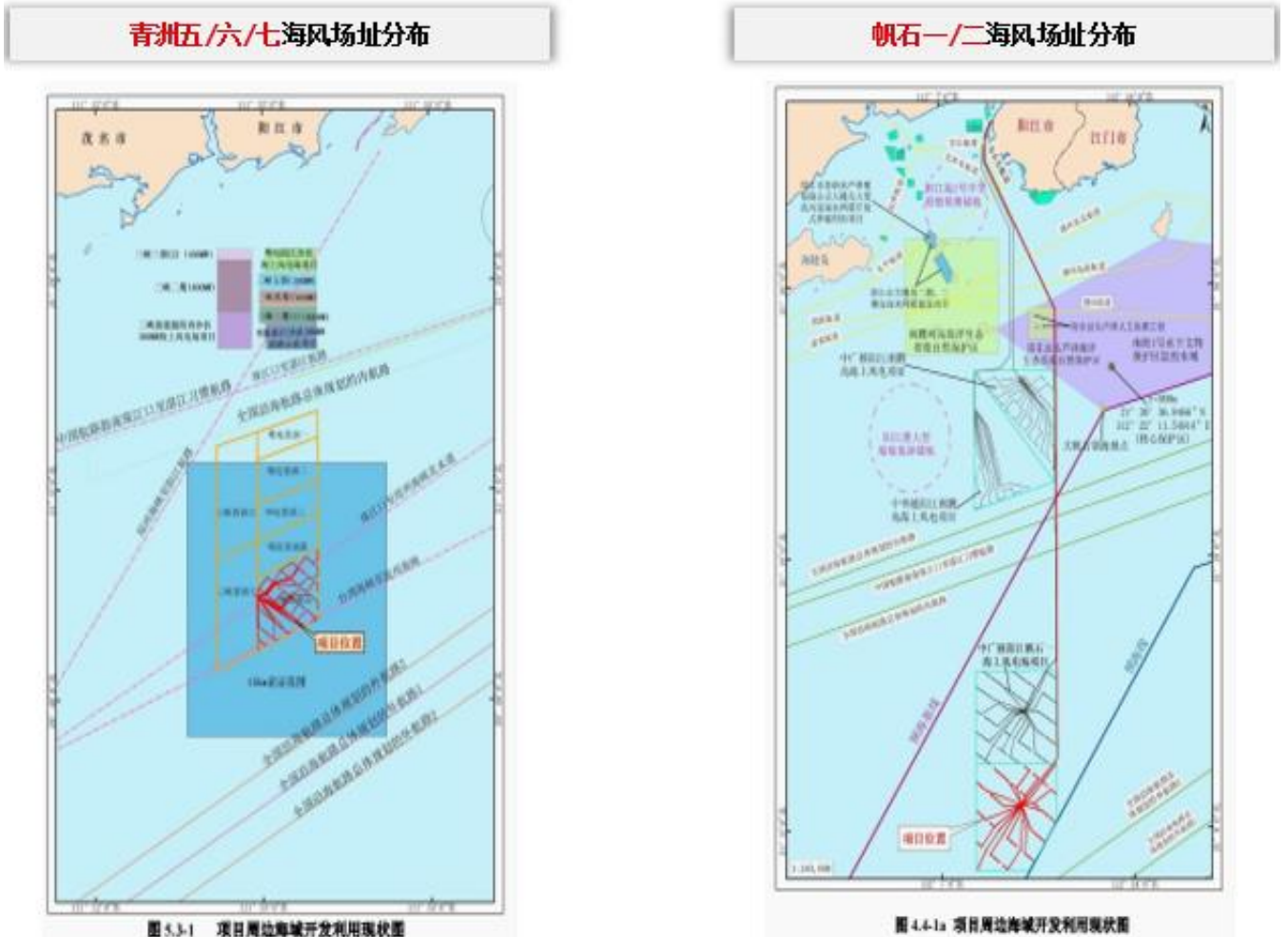
图表12：江苏省划分项目进展概览



资料来源：江苏自然资源厅，江苏省发改委，采招网，大丰区自然资源和规划局，龙船风电网，国联证券研究所

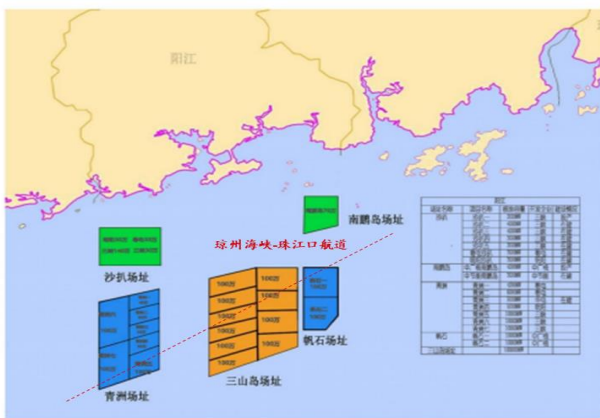
三峡青洲五/六/七以及中广核帆石一/二的航道问题是制约广东海上风电发展的关键因素，也间接导致2023年广东海上风机招标规模受影响。2024年以来，随着广东航道问题逐步明朗，广东地区海风招标回暖，根据我们统计，2024年1-10月广东地区海上风机与EPC总承包招标规模达3.8GW。

图表13：青洲五/六/七、帆石一/二海风场址分布图



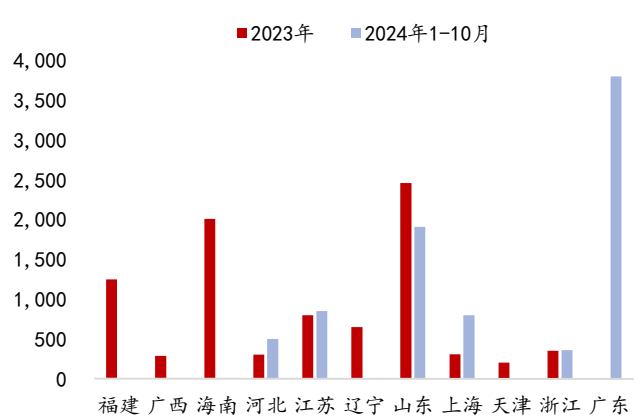
资料来源：青洲五海上风电场项目海洋环境影响报告，帆石一海上风电场项目海洋环境影响报告，国联证券研究所

图表14：阳西县海上风电布局



资料来源：阳西县能源发展“十四五”规划，国联证券研究所

图表15：国内沿海省市海上风机招标规模（MW）



资料来源：风电之音，风芒能源，风电头条，国联证券研究所

广东海风项目变化积极。2024年9月以来，广东阳江地区海风项目变化积极，帆石一500KV海缆招标、青洲五/七海缆海域部分环评审查,2024年10月，帆石一送出缆标段一开标，广东航道问题或边际改善，2024年青洲五/七项目500kV直流海底电缆EPC项目中标企业确定，宁波东方电缆中标。随着广东青洲/七，帆石一/二设备端订单逐步落地，广东海上风电建设有望回暖，航道问题等不利因素或逐步解除。

图表16：广东三峡青洲五/六/七项目进展概览



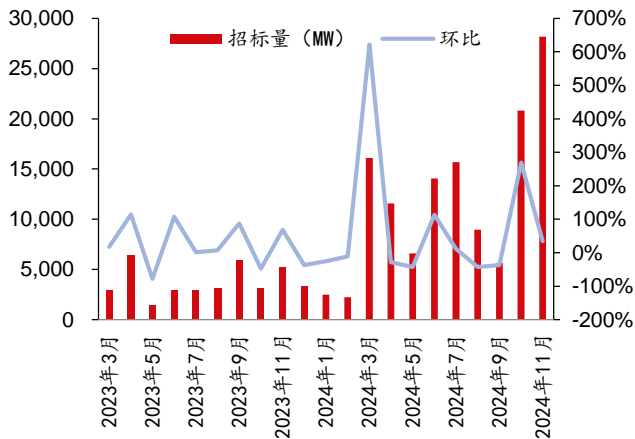
资料来源：阳江市发改委，国际机电设备招标采购平台，采招网，龙船风电网，国联证券研究所

图表17：广东中广核帆石一/二项目进展概览

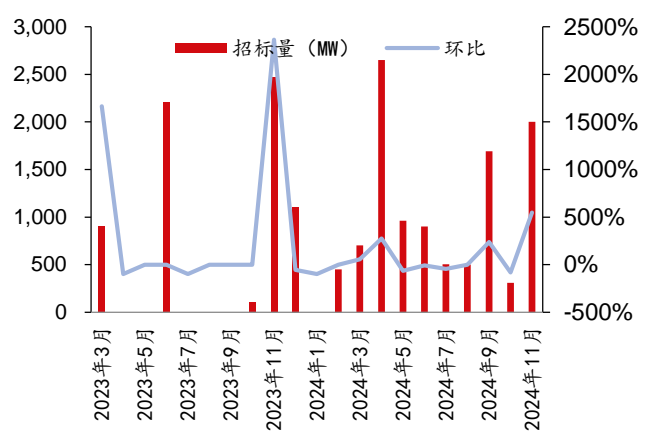


资料来源：阳江市发改委，国际机电设备招标采购平台，采招网，龙船风电网，国联证券研究所

国内海风需求有望回暖。海风招标是重要的需求前置指标之一，截至 2024 年 10 月 31 日，国内海上风机&EPC 总承包招标规模达 8.7GW，同比实现高增，预计年内广东、浙江项目有望相继启动招标，全年招标有望达 12GW。

图表18：国内陆上风机招标规模（MW）


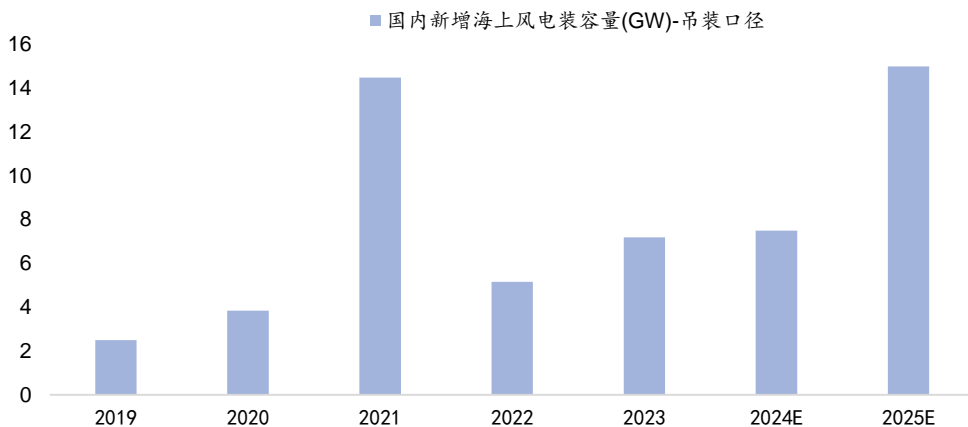
资料来源：采招网，风电之音，风芒能源，国联证券研究所

图表19：国内海上风机及 EPC 总承包招标规模（MW）


资料来源：采招网，风电之音，风芒能源，国联证券研究所

储备项目丰富，2024 年国内海风招标规模有望达 12-15GW。根据我们统计，截至 2024 年 9 月 30 日，国内已核准且风机或 EPC 总承包待招标项目突破 20GW，部分项目有望于下半年启动设备端招标，我们预计 2024 年全年国内海上风机及 EPC 总承包招标规模有望达 12-15GW。

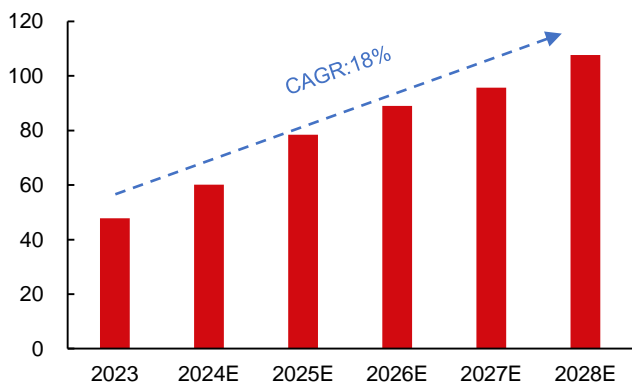
国内海风有望进入加速建设期。随着审批等不利因素逐步解除，结合现阶段各地区海风项目进展，我们预计 2024-25 年国内海风新增装机有望达 7.5GW/15GW，同比实现高增。

图表20：国内海风新增装机预测（GW）


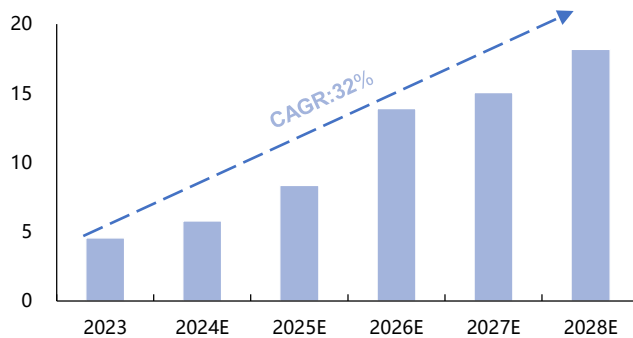
资料来源：CWEA，国联证券研究所

2.2 海外海风建设有望加速

海外风电进入加速建设期。根据 GWEC 测算，2023-2028 年海外地区风电新增装机有望达到 48/60/78/89/96/108GW，对应未来 5 年 CAGR 达 18%；海上风电增速更为显著，2023-2028 年海外海风新增装机有望达 5/6/8/14/15/18GW，未来 5 年 CAGR 高达 32%。

图表21：海外风电新增装机预测（GW）


资料来源：GWEC，国联证券研究所

图表22：海外海上风电新增装机预测（GW）


资料来源：GWEC，国联证券研究所

重点关注欧洲海风中长期市场空间。2020 年 11 月，欧盟委员会宣布将海上风电装机量从 12GW 增长到 2030 年的 60GW，到 2050 年达到 300GW。2022 年 1 月以来欧洲多国陆续提速海风规划装机量。根据 WindEurope 测算，预计 2024-2030 年间欧洲新增海

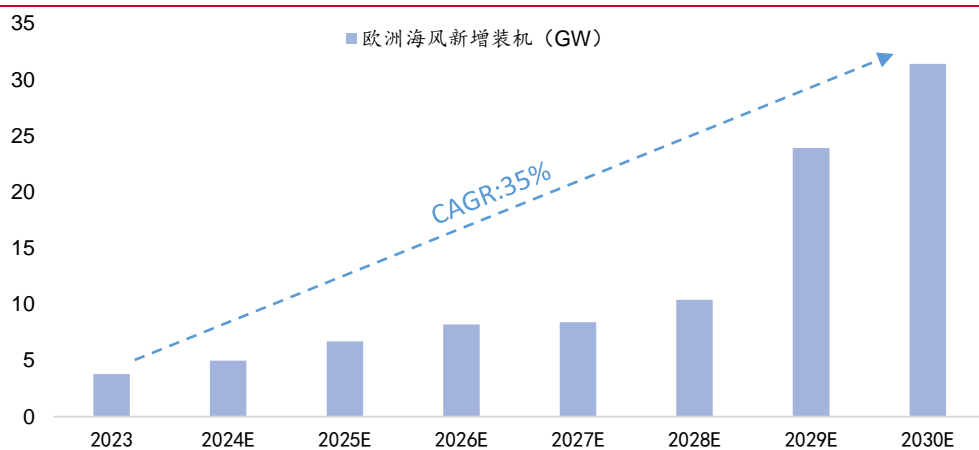
风装机总计将达 94GW，年均新增海风装机达 13GW，对应 2023-2030 年 CAGR 达 35%。

图表23：欧洲各国未来海上风电装机规划（GW）

	2027	2030	2035	2040	2045	2050
欧盟		≥ 60				≥ 300
英国		50				
德国		30	40		≥ 70	
荷兰		22.2				
丹麦		12.9				
比利时		5.7				
法国			18			40
波兰	10.9					
挪威				30		
爱尔兰		7				30
西班牙		3				
希腊						
埃斯比约宣言		≥ 65				≥ 150
马林堡宣言		19.6				
奥斯坦宣言		120				300

资料来源：GWEC，国联证券研究所

图表24：欧洲海上风电新增装机预测



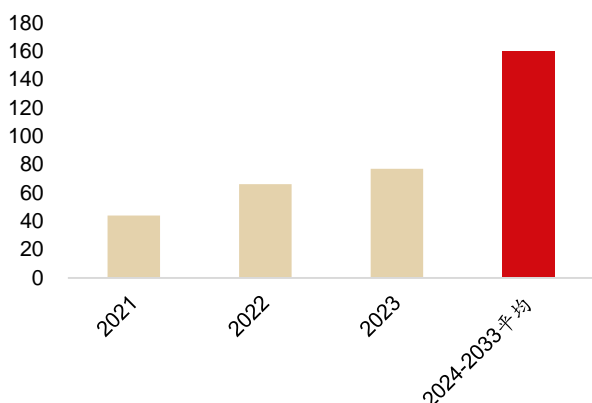
资料来源：WindEurope，国联证券研究所

开发运营商维度，欧洲 TSO 投资力度提升明显。欧洲头部输电系统运营商（TSO）近期纷纷提出未来投资规划，相较过去几年的投资规模有较大的提升。以荷兰 Tennet 和德国 EON 为例，Tennet 在 2023 年电网投资规模达历史新高的 77 亿欧元，未来十年投资规划达 1600 亿欧元，年均 160 亿欧元，远高于 2023 年历史新高的水平。EON 在 2023 年能源网络投资规模达 52 亿欧元，计划 2024 年投资规模提升至 57 亿欧元，2025-2028 年规划投资规模达 340 亿欧元，2025-2028 年均规划投资规模达 85 亿欧元。

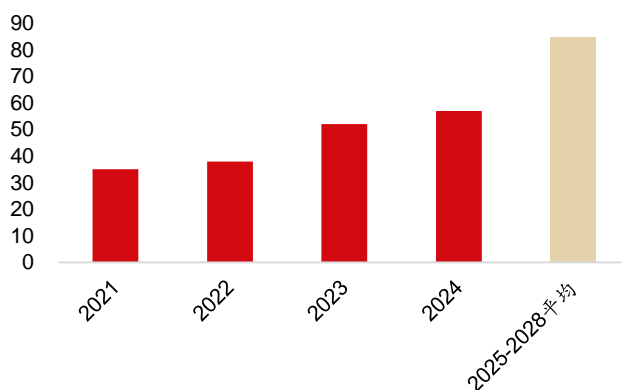
图表25：欧洲核心 TSO 公司未来投资计划

国家	输电系统运营商	投资规划
英国	NGG	2023-2029 预计投资 600 亿英镑，其中 80%用于电网。
意大利	ENEL	2024-2026 预计投资 189.7 亿欧元。
	Terna	2024-2028 预计投资 108 亿欧元。
荷兰	Tennet	2024-2033 预计投资 1600 亿欧元。
德国	50Hertz	2024-2028 预计投资 207 亿欧元，过去 5 年投资 48 亿元，增长 3 倍以上
	TransnetBW	2024-2028 预计投资 100 亿欧元
	EON	2025-2028 预计投资 340 亿欧元，较过去 4 年投资总规模 182 亿欧元，增长 87%
	Amprion	2024-2028 预计投资 275 亿欧元。
法国	RTE	2024-2040 预计投资 1000 亿欧元。

资料来源：NGG 财报，ENEL 财报，Terna 财报，Tennet 财报，50Hertz 财报，TransnetBW 财报，EON 财报，Amprion 财报，RTE 财报，国联证券研究所

图表26：荷兰 Tennet 过去电网投资及未来投资规划（亿欧元）


资料来源：Tennet 财报，国联证券研究所

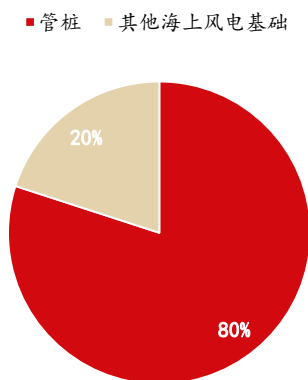
图表27：德国 EON 近年能源网络及未来投资规划（亿欧元）


资料来源：EON 财报，国联证券研究所

2.3 欧洲塔筒/管桩供需趋紧

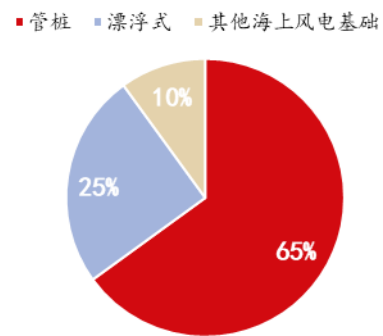
欧洲和美国的水下基础未来将以管桩为主。据 Sif 的 2023 年年度报告预计，欧洲约 80% 的海上风电水下基础将采用管桩。美国方面，据《海上风电供应链开发与投资分析》披露，从 2035 年到 2050 年，水下基础平台需求量将由 6500 个提升至 30000 个，其中预计 65% 为管桩，25% 为漂浮式，10% 为其他固定式基础。

图表28：2024-2030 年欧洲海风水下基础分布预测



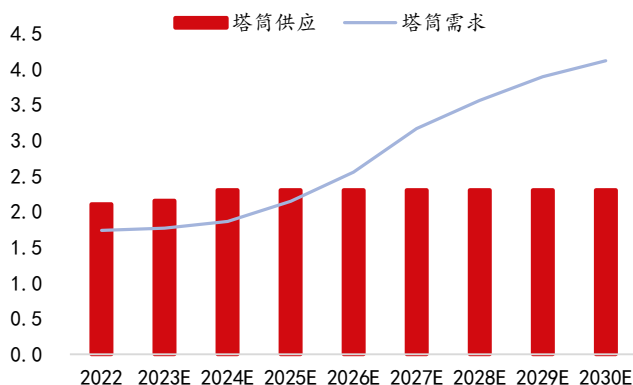
资料来源：Sif 2023 Annual Report, 国联证券研究所

图表29：2035-2050 年美国海风水下基础分布预测

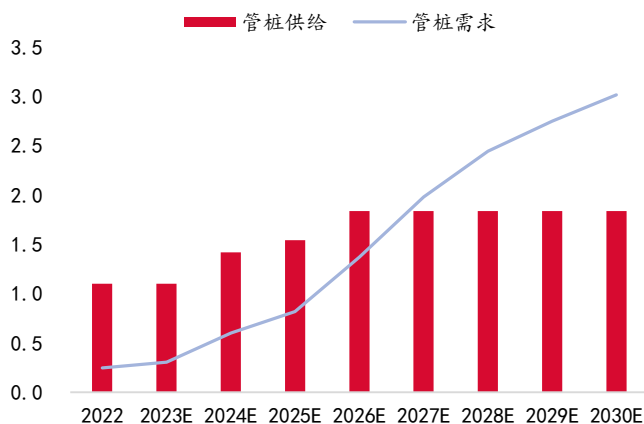


资料来源：OFFSHORE WIND SUPPLY CHAIN DEVELOPMENT AND INVESTMENT ANALYSIS. A 2035 3.0 COMPANION REPORT, 国联证券研究所

在需求高增的背景下，海外市场本地产能或存在缺口。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。国内优质海风基础企业有望受益于欧洲本地产能缺口。

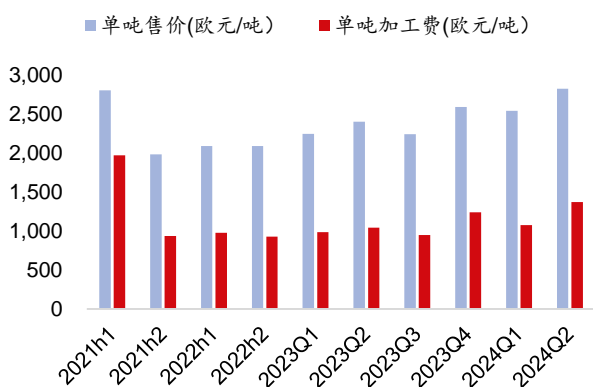
图表30：欧洲塔筒供需预测（百万吨）


资料来源：Rystad Energy，国联证券研究所

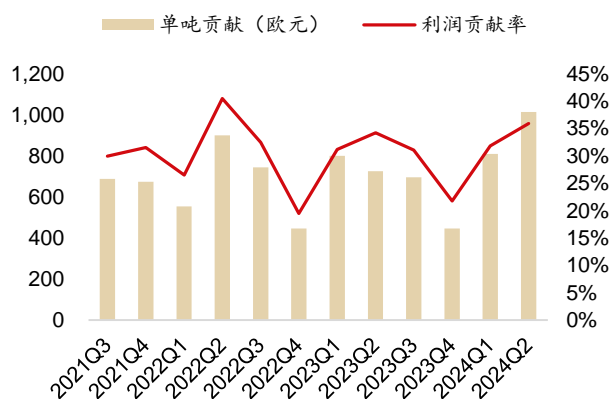
图表31：欧洲管桩供需预测（百万吨）


资料来源：Rystad Energy，国联证券研究所

欧洲管桩企业 SIF 售价呈上升趋势，加工费回暖。我们参考欧洲本地管桩企业 SIF，近年来 SIF 单吨售价与加工费呈上升趋势，2021H2 公司单吨售价与加工费分别为 1982 欧元/935 欧元，截至 2024Q2 公司单吨售价与加工费分别提升至 2823 欧元/1371 欧元。盈利能力方面，公司 2024Q1 利润贡献率达 35.9%，同比+1.72pct。

图表32：SIF 近期单吨售价与单吨加工费


资料来源：SIF 财报，国联证券研究所，注：加工费计算方式为：(收入-原材料成本)/销量

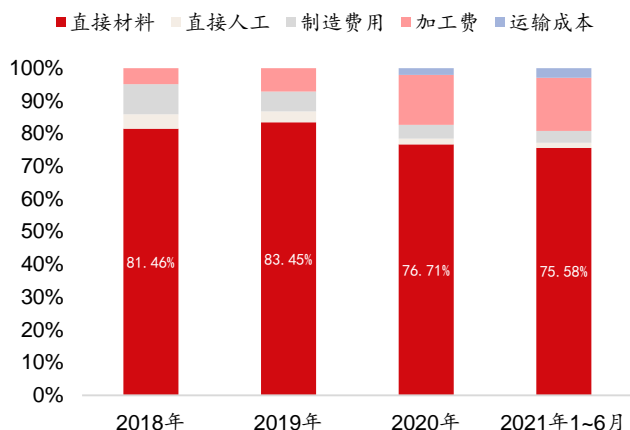
图表33：SIF 近期单吨贡献（欧元，右轴：利润贡献率）


资料来源：SIF 财报，国联证券研究所，注：单吨贡献计算方式为：(收入-可变成本)/销量

国内钢材成本优势显著。根据海力风电招股说明书披露，直接材料约占风电基础公司成本比例约 75%-80%，直接材料以钢板为主，占比约为 70%。国内钢材价格显著低于欧洲，2022 年欧洲中厚板价格一度是国内中厚板价格的 2.7 倍，我国中厚板市场价

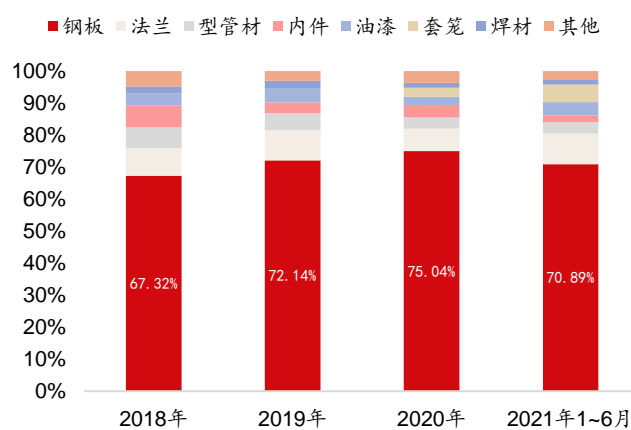
长期低于国际市场，促使国内海风基础企业出口海工产品更具竞争力，推动海风基础出口。

图表34：海力风电成本构成



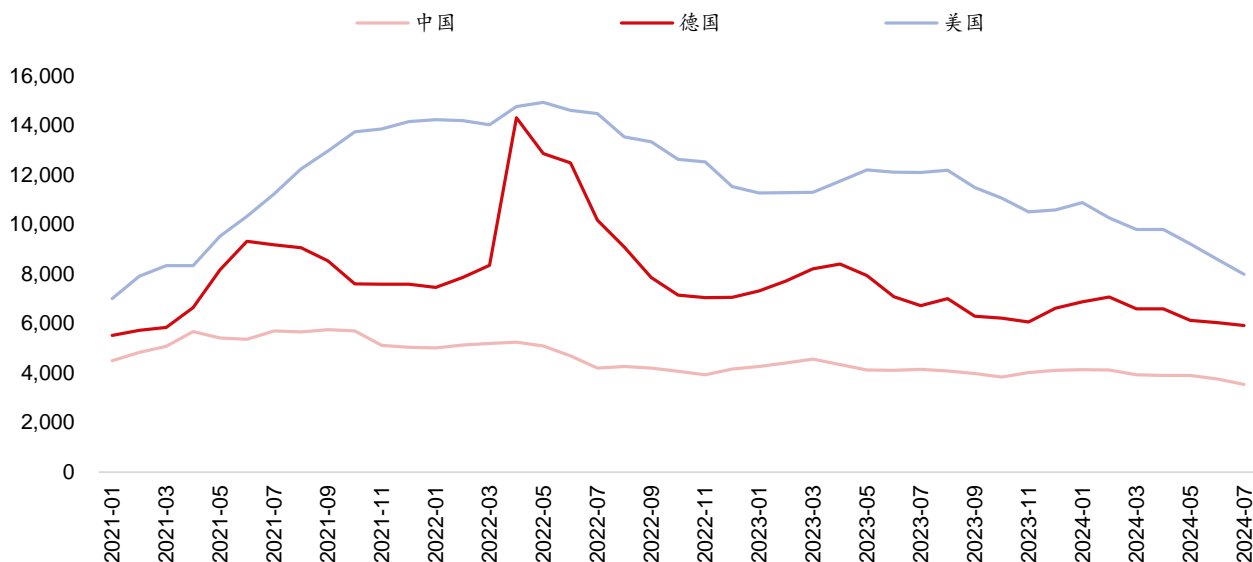
资料来源：海力风电招股说明书，国联证券研究所

图表35：海力风电直接材料成本构成



资料来源：海力风电招股说明书，国联证券研究所

图表36：中国/德国/美国中厚板价格对比（元/吨）



资料来源：ifind，国联证券研究所

3. 公司发展：海风出海优势显著，产能布局领先

3.1 海风出海加速推进，营收与订单共振

公司于2019年率先开拓欧洲海风市场，海工产品出海进度领先行业，现阶段公司是亚太区唯一实现海工产品交付欧洲市场的供应商。

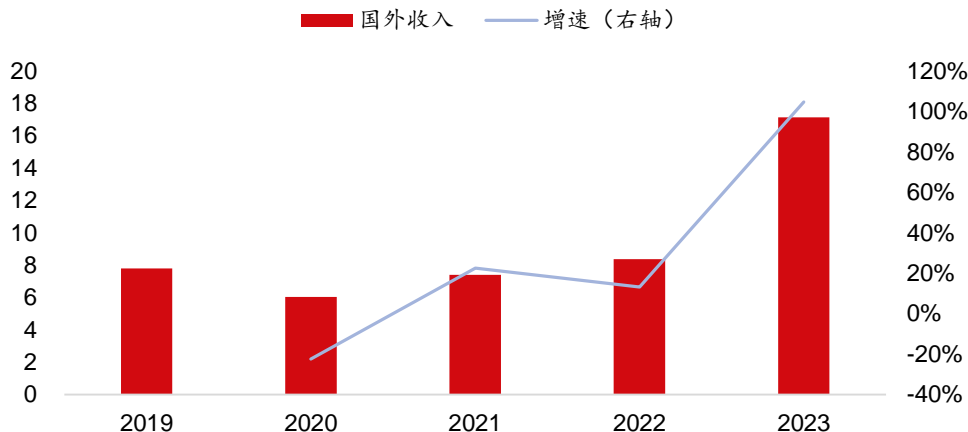
交付进度维度，根据公司财报披露，2023年大金重工实现海工规模化出口，全年向欧洲累计发运海上风电海工产品近10万吨，同比提升4000%+，交付规模领先行业，公司国外地区实现营收17.15亿元，同比+105%。2024年前三季度，根据公司公众号披露，海外+海工收入比例超过60%。

展望未来，公司有望在海外市场持续攻城拔寨，2024-2026年公司海风海工产品有望发运至法国、丹麦、英国、荷兰等多个海风项目。

图表37：近期公司出口海风项目交付情况概览

日期	项目	供货产品及交付进度
2023年6月	Moray West	交付首批最大直径为10m, 板厚达115 mm的8根单桩
2023年11月	Moray West	第六批次交付完毕，共48根超大型单桩如期交付
2024年4月	Moray West	交付首批3套海上风机塔筒
2024年4月	NOY-Ile D'Yeuet Noirmoutier	第二批次20根单桩发运，共已交付31根管桩
2024年7月	Thor 单桩	7月完成首套单桩基础制造
2024年7月	Moray West	发运该项目最后一船海塔，公司为该海风场建造的全部海工产品均已顺利交付，包括48根超大型单桩、30套过渡段、12套海塔，总交付量约11万吨
2024年9月	NOY-Ile D'Yeuet Noirmoutier	最后一个批次共20根单桩基础已顺利发出，本项目全部单桩基础交付完毕
2024年10月	Thor 单桩	第一个批次共8根单桩已顺利抵达目的港

资料来源：公司官网，公司公众号，龙船风电网，欧洲海上风电网，国联证券研究所

图表38：公司近年国外营业收入及增速（亿元）


资料来源：wind，国联证券研究所

订单维度，公司海外订单业内领先。大金重工于2019年布局海外市场，2022年5月成功获得欧洲Moray West海风单桩钢结构订单，近年来持续取得订单突破。根据公司2023年年报披露，公司2023年从欧洲市场累计拿下的海上风电单桩总量全球领先，总签单量相较2022年同比增长超50%。展望未来，公司全球布局有望进一步深化，现阶段公司参与的欧洲、日韩、美国等地多个海工项目的总需求量超过300万吨，有望持续实现订单突破。

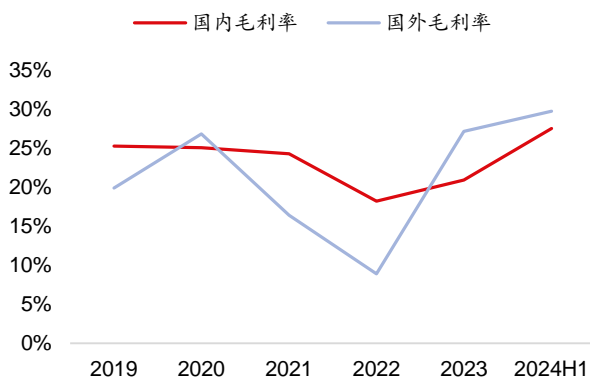
图表39：大金重工欧洲海风订单概览

公告发布时间	地点	项目名称
2022年上半年	英国	Moray West 海上风电场单桩项目
2022年上半年	英国	Moray West 海上风电场海塔过渡段项目
2022年10月	法国	法国 NOY-Ile D'Yeuet Noirmoutier 单桩项目
2022年11月	英国	英国 Dogger Bank B 海上风电项目
2023年4月	丹麦	丹麦 Thor 海风项目
2023年5月	德国	德国 1.6GW 的 Nordseecluster 海上风电集群
2023年12月	德国	德国北海地区某海上风电群项目《海上风电单桩基础优选供应商协议》
2023年12月	欧洲	《海上风电单桩基础产能保留协议》
2024年1月	欧洲	Inch Cape 1.1GW 海上风电项目
2024年4月	欧洲	《海风基础结构产品长期锁产协议》
2024年9月	欧洲	《单桩基础制造和供应合同》

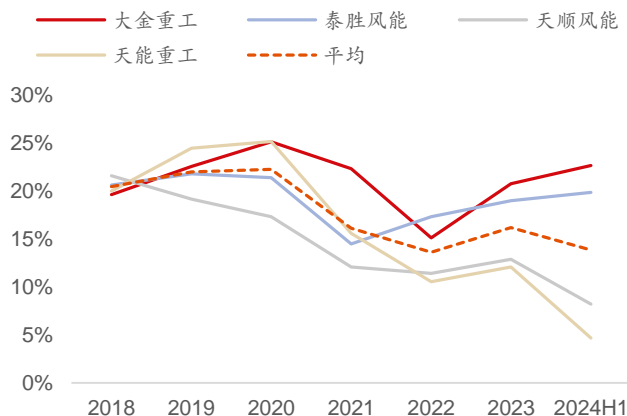
资料来源：公司公告，公司官网，公司公众号，龙船风电网，国际风力发电网，国联证券研究所

盈利能力维度，公司欧洲的高盈利订单逐步进入交付周期，公司海外营收比例或持续提升，销售结构有望持续优化，带动公司盈利能力进一步提升。横向维度，受益于公

司出货比例持续优化,海外海风交付比例提升,2024H1 公司塔筒业务毛利率达 22.65%,领先行业。

图表40: 近年公司内销/外销毛利率对比


资料来源: wind, 国联证券研究所

图表41: 近年塔筒环节公司塔筒业务毛利率对比


资料来源: wind, 国联证券研究所

3.2 出海海工基地持续扩张, 自有码头优势显著

截至 2023 年底,公司已投运塔筒及管桩设计产能达 120 万吨。其中陆风塔筒产能达 50 万吨,主要集中在三北地区;公司已投运山东蓬莱与阳江海风基地,总设计产能达 70 万吨。

图表42: 公司产能布局及规划

类别	基地	投产状态	设计产能 (万吨)
陆风	阜新	已投产	20
	兴安盟	已投产	10
	张家口	已投产	20
海风	蓬莱	已投产	50
	阳江 (一期)	已投产	20
	盘锦	在建	50
	唐山	在建	50
合计			220

资料来源: 公司官网, 国联证券研究所

出口海风产能布局领先。公司的蓬莱基地已逐步完成风电海工产品转型,设计产能达 50 万吨,公司已规划待投运的盘锦和唐山海工基地设计产能合计达 100 万吨;预计到 2025 年末,公司出口海工基地设计产能有望达 150 万吨。

图表43：公司出口海工产能概览

基地	设计产能(万吨)	投运情况	简介	核心产品	建设能力
曹妃甸海工基地	50	未投产	全线对标建造全球海上风电未来十年的前沿产品，重点布局深远海超大型导管架和浮式基础产品制造产线	15~25MW 风机使用的超大超重型塔筒、超大型导管架和筒体结构浮式基础	最大直径(m)：16 最大重量(t)：5000
盘锦海工装备基地	50	未投产	未来规划将形成由 10 艘至 20 艘不同吨级超大型运输系列船型组建的自有运输船队。	海塔、陆塔、单桩、过渡段、导管架、适用于油气、海工等的大型运输船舶和箱式浮式基础	最大直径(m)：16 最大重量(t)：5000 最大板厚(mm)：160
蓬莱海工装备基地	50	已投产	现阶段全球风电海工单体最大工厂，自有大件运输码头，码头岸线、水深条件优良，对出口海上风电产品的厂内物流、装船发运、起重能力优势明显，是蓬莱基地的核心竞争力	海塔、陆塔、单桩、过渡段、导管架、浮式基础	最大直径(m)：11.5 最大重量(t)：2500 最大板厚(mm)：130 泊位数量：5

资料来源：公司官网，国联证券研究所

海工及运输产能扩建顺利，进一步夯实龙头出海优势。唐山曹妃甸基地，占地约 1300 余亩，主要建造包括 15-25MW 风机使用的超大超重型塔筒、超大型导管架和浮式基础，对标全球海上风电未来十年的前沿产品，计划投建 4 个 5 万吨级风电母港专用泊位，有望于 2025 年 3 月建成投产，进一步提升公司产能优势。公司在建盘锦海工基地有望于 2025 年陆续交付两艘海上封顶装备特种运输船，未来规划形成由 10-20 艘不同吨级超大型运输系列船型组件的自有运输船队，有望进一步夯实公司成本优势、提升交付能力。

图表44: 公司在建唐山曹妃甸基地效果图



资料来源: 公司公众号, 国联证券研究所

图表45: 公司运输船 King One 效果图

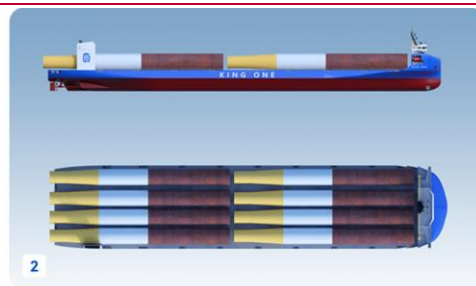


资料来源: 公司公众号, 国联证券研究所

图表46: 公司运输船 Kingone 核心优势



- 超强甲板载荷, 解决超重单桩和大型海塔立式发运甲板承载能力问题, 减少运费成本



- 超长超宽甲板加大直径风机基础单航次装载量



- 超强压载能力, 提高港口装卸能力

资料来源: 公司官网, 国联证券研究所



- 双桨双舵, 确保船期和航行安全

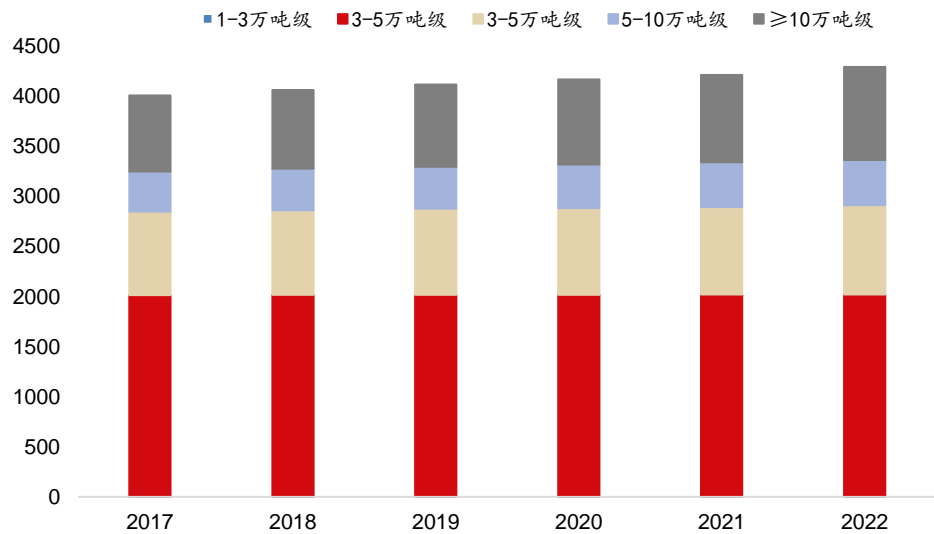
码头资源稀缺, 港口岸线审批难度大。码头建设需通过省政府审批满足规划, 港口岸线使用权需要通过国家交通运输部批复, 码头岸线的资源审批难度持续加大, 同时港口建设需要自然条件良好的岸线资源, 对周边配套资源也有较高的要求。

据中国交通运输部披露的数据, 截至 2022 年底, 我国万吨级及以上泊位数量共计

2751 个，风电塔筒管桩运输所需的 10 万吨级及以上泊位数量共计 478 个，占万吨级及以上泊位数量的 17.4%，年新增数仅 15 个。

公司已投运的蓬莱基地配套、待投运的曹妃甸与盘锦基地码头资源优质，可较好地满足欧洲海上风电项目的生产交付要求。

图表47：国内十万吨级泊位增量稀少（个数）



资料来源：国家交通部，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 42.80/62.52/84.20 亿元，同比分别-1.04%/+46.08%/+34.67%，归母净利润分别为 5.09/8.08/11.64 亿元，同比分别提升 19.82%/58.64%/44.00%。分业务维度：

1) 陆上风电塔筒：国内方面，考虑到陆上风电塔筒市场竞争较为激烈，近年来混塔等新兴技术占比提升，我们预计公司国内陆风塔筒产品出货增速下滑，预计 2024-2026 年陆上风电塔筒出货分别为 18/18/16 万吨。海外方面，考虑到海外陆上风电需求有望逐步起量，我们预计公司 2024-2026 年海外陆风塔筒出货分别为 4.5/6/8 万吨。整体来看，预计公司 2024-2026 年陆上风电塔筒实现营业收入 15.9/17.1/17.1 亿元，陆风产品盈利能力有望随着出口比例提升而稳步增长，预计毛利率分别达到

16.6%/17.0%/17.1%。

2) 海上风电产品：国内方面，考虑到蓬莱基地主要承担海外海风产品交付，未来公司国内海风产品交付或主要依托于广东阳江基地，随着广东海风需求回暖，公司国内海风产品出货有望稳步提升，我们预计 2024-2026 年公司国内海风产品出货有望达 10/13/15 万吨。海外方面，考虑到欧洲海风需求逐步起量，公司在手订单持续提升，根据现有订单梳理，我们预计公司 2024-2026 年海风产品出口规模有望达 10/20/32 万吨。整体来看，预计公司 2024-2026 年海上风电产品实现营业收入 24.0/42.4/63.2 亿元，海风出口比例提升有望带动盈利能力提升，预计毛利率分别达到 26.0%/27.8%/28.1%。

3) 新能源发电：公司新能源发电业务主要系风电和光伏电站运营，公司阜新 250MW 陆上风场已于 2022 年投运，在建唐山曹妃甸 250MW 渔光互补项目有望于 2025 年贡献收益，此外公司在河北省新增纳入储备库的新能源开发项目规模达 1GW，未来新能源发电业务规模有望稳步增长。我们预计公司新能源发电业务 2024-26 年营收分别为 2.4/2.6/3.4 亿元，毛利率维持在 80%。

4) 其他业务：我们预计公司其他业务 2024-26 年营收分别为 0.5/0.5/0.5 亿元，毛利率维持在 70%。

图表48：公司营收测算汇总（亿元）

		2023	2024E	2025E	2026E
整体	营业收入	43.3	42.8	62.5	84.2
	yoy	-15%	-1%	46%	35%
	毛利率	23%	25%	27%	28%
塔筒业务	营业收入	41.5	39.9	59.5	80.3
	yoy	-17%	-4%	49%	35%
	毛利率	21%	22%	25%	26%
新能源发电	营业收入	1.3	2.4	2.6	3.4
	yoy	-	82%	7%	33%
	毛利率	90%	80%	80%	80%
其他主营业务	营业收入	0.5	0.5	0.5	0.5
	yoy	-	5%	0%	0%
	毛利率	74%	70%	70%	70%

资料来源：ifind，国联证券研究所

图表49：公司盈利预测汇总

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	51.06	43.25	42.80	62.52	84.20
增长率	15.2%	-15.3%	-1.04%	46.08%	34.67%
EBITDA (亿元)	6.2	6.5	7.6	11.3	15.7
归母净利润 (亿元)	4.50	4.25	5.09	8.08	11.64
增长率 (%)	-22.0%	-5.6%	19.82%	58.64%	44.00%
EPS (元/股)	0.7	0.7	0.80	1.27	1.82
市盈率 (P/E)	31	33	28	17	12
市净率 (P/B)	2.2	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	40.9	24.1	16.4	11.1	7.9

资料来源：ifind，国联证券研究所，注：参考 2024 年 11 月 26 日收盘价

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；市场预期回报率假设为 7.5%；假设第二阶段 10 年，增长率 15%。根据以上关键参数，DCF 估值对应的股价为 27.9 元。

图表50：基本假设关键参数

估值假设	数值
无风险利率 Rf	2.2%
市场预期回报率 Rm	7.5%
第二阶段年数 (年)	10
第二阶段增长率	15.0%
长期增长率	2.0%
债务资本比重 Wd	1.7%
有效税率 Tx	13.0%
Ke	7.5%
Kdx (1-Tx)	4.2%

资料来源：ifind，wind，国联证券研究所

图表51: FCFF 测算结果

估值假设	现金流折现值	价值百分比
第一阶段 (亿元)	6.7	4%
第二阶段 (亿元)	46.0	27%
第三阶段 (亿元)	115.5	69%
企业价值 (亿元)	168.2	
股权价值 (亿元)	178.2	
除: 总股本 (亿股)	6.4	
每股价值 (元)	27.9	

资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表52: FCFF 模型敏感性测试 (元)

WACC	永续增长率										
	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
4.60%	51.57	53.15	55.04	57.32	60.11	63.59	68.03	73.84	81.76	93.12	110.67
5.06%	44.61	45.77	47.14	48.77	50.75	53.16	56.17	60.01	65.05	71.91	81.74
5.57%	38.70	39.55	40.55	41.74	43.14	44.84	46.93	49.52	52.83	57.17	63.08
6.13%	33.65	34.28	35.02	35.88	36.89	38.10	39.55	41.34	43.56	46.40	50.12
6.74%	29.33	29.79	30.33	30.95	31.69	32.55	33.58	34.82	36.34	38.24	40.66
7.41%	25.60	25.94	26.34	26.79	27.32	27.94	28.67	29.55	30.60	31.89	33.50
8.15%	22.38	22.63	22.92	23.25	23.64	24.08	24.61	25.22	25.96	26.84	27.93
8.97%	19.59	19.78	19.99	20.23	20.51	20.83	21.20	21.64	22.16	22.77	23.51
9.87%	17.18	17.32	17.47	17.65	17.85	18.08	18.34	18.65	19.01	19.44	19.95
10.85%	15.09	15.18	15.30	15.42	15.57	15.73	15.92	16.14	16.40	16.69	17.05
11.94%	13.27	13.34	13.42	13.51	13.62	13.73	13.87	14.02	14.20	14.41	14.65

资料来源: ifind, 国联证券研究所

相对估值法: 考虑到公司的业务结构, 我们选取天顺风能、泰胜风能、海力风电、东方电缆作为可比公司。可比公司 2025 年平均 PE 倍数是 17 倍, 考虑到公司近年来持续取得海外订单突破, 是国内海风管桩出海龙头, 我们预计公司 2023-26 年归母净利润复合增速为 39.9%, 我们给予公司 2025 年 22 倍 PE, 目标股价 27.88 元。

图表53：可比公司估值对比

股票 代码	证券 简称	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (X)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002531. SZ	天顺风能	170	0.4	0.7	0.9	20	13	10
300129. SZ	泰胜风能	77	0.5	0.7	0.9	15	10	8
301155. SZ	海力风电	149	1.4	3.2	4.2	43	19	14
603606. SH	东方电缆	393	1.9	2.8	3.6	28	19	15
平均值						29	17	27
002487. SZ	大金重工		0.8	1.3	1.8	28	17	12

资料来源：ifind, wind, 国联证券研究所，注：可比公司盈利预测来自wind一致预期，参考2024年11月26日收盘价

综合考虑到公司的市场地位、客户资源以及技术优势，结合 DCF 和相对估值结果，我们给予公司 2025 年 22 倍 PE，目标价 27.88 元。

5. 风险提示

- 1) 国内海风建设进度不及预期。若国内海风建设进度迟缓，或影响公司的营收规模及盈利能力。
- 2) 海外风电建设进度不及预期。若海外海风建设进度迟缓，或影响公司的营收规模及盈利能力。
- 3) 产能扩建进度不及预期。若产能扩建进度不及预期，或影响公司市场竞争力，进而影响相关企业未来的营收规模及盈利能力。

财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
货币资金	4052	1961	2301	2929	3985					
应收账款+票据	2334	2267	1772	2247	2795					
预付账款	409	279	271	397	534					
存货	1737	1546	1576	2130	2662					
其他	458	1242	1204	1262	1351					
流动资产合计	8990	7293	7125	8963	11327					
长期股权投资	0	0	0	0	0					
固定资产	1094	1690	1847	2173	2374					
在建工程	903	837	1031	725	418					
无形资产	225	270	249	228	207					
其他非流动资产	47	135	135	135	135					
非流动资产合计	2269	2931	3262	3260	3134					
资产总计	11259	10225	10386	12224	14460					
短期借款	426	10	0	0	0					
应付账款+票据	2150	1666	1709	2446	3248					
其他	967	1255	941	1355	1808					
流动负债合计	3544	2930	2650	3801	5056					
长期带息负债	418	88	106	94	71					
长期应付款	603	109	80	60	30					
其他	188	184	184	184	184					
非流动负债合计	1209	381	370	338	285					
负债合计	4752	3311	3020	4139	5341					
少数股东权益	0	0	0	0	0					
股本	638	638	638	638	638					
资本公积	3807	3806	3806	3806	3806					
留存收益	2063	2470	2923	3641	4676					
股东权益合计	6507	6914	7367	8085	9119					
负债和股东权益总计	11259	10225	10386	12224	14460					

现金流量表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
净利润	450	425	509	808	1164					
折旧摊销	81	103	170	201	227					
财务费用	10	64	3	2	1					
存货减少(增加为“-”)	309	191	-30	-554	-532					
营运资金变动	-407	254	239	-60	-52					
其它	-332	-230	10	534	512					
经营活动现金流	112	809	901	932	1319					
资本支出	-434	-912	-529	-220	-130					
长期投资	0	-1090	0	0	0					
其他	-257	586	49	40	50					
投资活动现金流	-691	-1416	-480	-180	-80					
债权融资	545	-746	8	-12	-23					
股权融资	82	0	0	0	0					
其他	2870	-265	-88	-112	-160					
筹资活动现金流	3498	-1011	-80	-124	-183					
现金净增加额	2921	-1674	341	628	1056					

利润表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
营业收入	5106	4325	4280	6252	8420					
营业成本	4252	3311	3195	4572	6072					
营业税金及附加	18	31	26	38	51					
营业费用	40	70	137	200	269					
管理费用	334	411	368	538	707					
财务费用	10	64	3	2	1					
资产减值损失	0	-7	-4	-6	-8					
公允价值变动收益	0	2	0	0	0					
投资净收益	63	15	26	26	26					
其他	9	29	9	3	-3					
营业利润	523	477	582	926	1334					
营业外净收益	1	8	3	3	3					
利润总额	524	485	586	929	1338					
所得税	74	60	76	121	174					
净利润	450	425	509	808	1164					
少数股东损益	0	0	0	0	0					
归属于母公司净利润	450	425	509	808	1164					

财务比率					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	15.21%	-15.30%	-1.04%	46.08%	34.67%
EBIT	-22.64%	2.87%	7.15%	58.27%	43.71%
EBITDA	-17.75%	6.04%	16.19%	49.42%	38.19%
归属于母公司净利润	-22.02%	-5.58%	19.82%	58.64%	44.00%
获利能力					
毛利率	16.72%	23.44%	25.34%	26.87%	27.88%
净利率	8.82%	9.83%	11.90%	12.93%	13.82%
ROE	6.92%	6.15%	6.92%	10.00%	12.76%
ROIC	13.05%	8.15%	9.01%	14.04%	17.61%
偿债能力					
资产负债率	42.21%	32.38%	29.07%	33.86%	36.93%
流动比率	2.5	2.5	2.7	2.4	2.2
速动比率	1.9	1.8	1.9	1.6	1.6
营运能力					
应收账款周转率	2.2	1.9	2.4	2.8	3.0
存货周转率	2.4	2.1	2.0	2.1	2.3
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6
每股指标(元)					
每股收益	0.7	0.7	0.8	1.3	1.8
每股经营现金流	0.2	1.3	1.4	1.5	2.1
每股净资产	10.2	10.8	11.6	12.7	14.3
估值比率					
市盈率	31.2	33.0	27.6	17.4	12.1
市净率	2.2	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	40.9	24.1	16.4	11.1	7.9
EV/EBIT	47.1	28.6	21.1	13.5	9.2

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年11月26日收盘价

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，北交所市场以北证50指数为基准；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性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联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。

国联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。

国联证券国际金融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。

权益披露

国联证券国际金融有限公司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关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

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/或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/或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由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

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