



中信证券研究部



王喆
首席能源化工
分析师
S1010513110001



弓永峰
首席电新分析师
S1010517070002



陈渤阳
能源化工分析师
S1010519110001

核心观点

受益国内抢装，公司风电相关产品销售大幅增长，利用在大功率市场和海上市场的优势，我们认为公司风电相关产品业绩具有较强稳定性，与市场观点存在较大预期差。同时，车用复合材料市场正在轻量化需求下快速培育，我们看好公司收入的长期巨大成长空间。我们认为公司 2020 年 28 倍 PE 是较为合理的估值水平，对应目标价为 86.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **玻纤复材龙头，业务规模快速成长。**双一科技是国内复合材料领军企业，主要产品包括风力发电机舱罩、风电叶片根、大型非金属模具、工程及农用机械设备覆盖件等。经过多年的专业化经营，已与 Vestas、SiemensGamesa、金风科技等全球知名企业建立长期稳定的业务合作关系，是国内领先的风电机舱罩和工程车复合材料壳体的供应商。凭借高端产品的质量优势和产能规模的不断投放，公司业务规模水平正在快速增长。

■ **抢装行情带动风电产品销售大幅增长，公司凭借大功率产品优势业绩有望维持。**考虑到补贴退坡节奏和风机 1-1.5 年的交付周期，各陆上风电 2020 年大幅抢装，海上风电预计也要在 2020-2021 年完成招标，因此公司机舱罩等风电类产品销量有望受此推动大幅提升。而另一方面，凭借在大尺寸产品上的领先优势以及与下游龙头厂商较为稳定的供货关系，我们认为，在抢装行情之后公司该项业务的收入体量仍将维持较高水平。

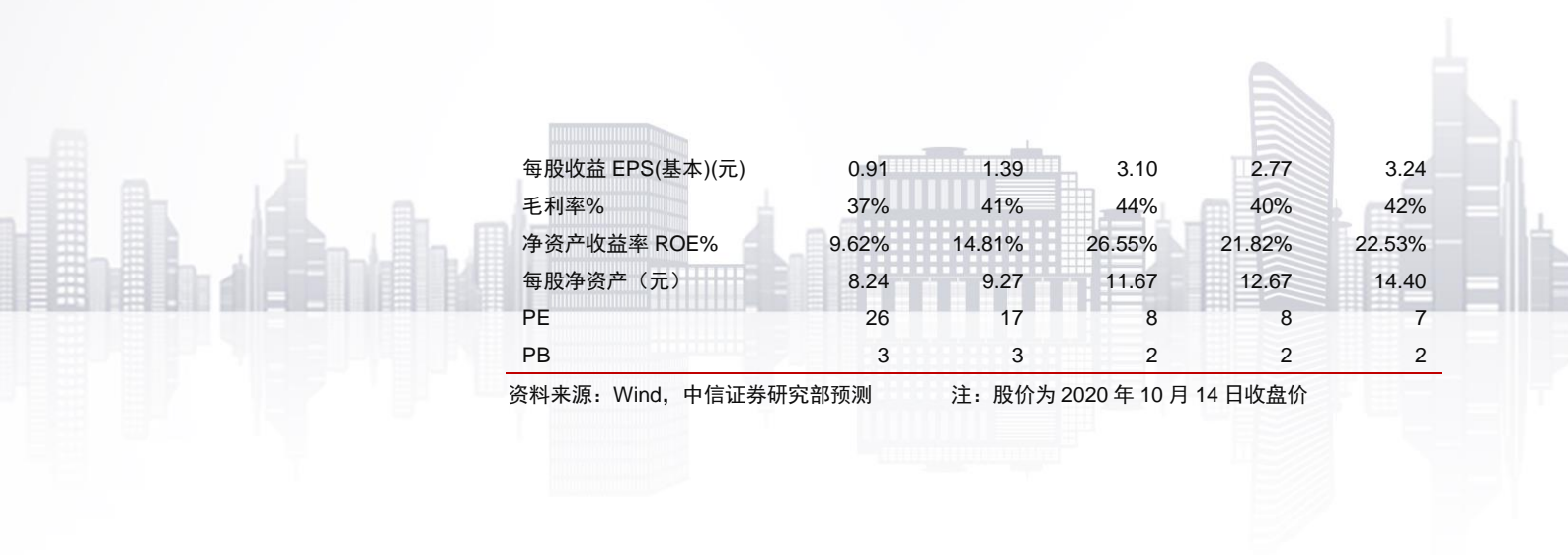
■ **受益轻量化趋势，车用复材产品有望放量。**节能减排的政策背景下，汽车轻量化进程正在快速发展。玻纤复合材料有望凭借强度高、耐高温耐腐蚀、加工性能好等优势，实现对部分传统金属材料的替代，新能源汽车的续航焦虑亦将加速复合材料在乘用车市场的渗透。同时，考虑国内工程机械销量的稳步提升，在此领域的复材应用也料将同步增长。我们预测，2030 年国内乘用车和工程车的复合材料市场将分别具备 120 亿和 80 亿的市场空间，公司作为国内领军企业，有望获益市场空间的快速增长。

■ **风险因素：**国内风电装机急剧下降；玻纤复材价格出现较大波动；复材在车用市场渗透速度不及预期。

■ **投资建议：**受益国内抢装行情，公司风电相关产品销售大幅增长，利用其在大功率市场和海上市场的优势，我们认为公司风电相关产品业绩具有较强稳定性。同时，车用复合材料市场正在轻量化需求下快速培育，我们看好公司收入长期角度的巨大成长空间。我们预测公司 2020-22 年归母净利润为 3.43/3.07/3.60 亿元，对应 EPS 为 3.1/2.77/3.24 元/股，考虑可比公司估值（2020 年 24 倍）以及公司较为突出的业绩稳定性和未来市场空间，我们认为公司 2020 年合理 PE 水平为 28 倍，对应目标价为 86.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

双一科技	300690
评级	买入（首次）
当前价	53.76 元
目标价	86.8 元
总股本	111 百万股
流通股本	71 百万股
52 周最高/最低价	53.76/21.83 元
近 1 月绝对涨幅	20.75%
近 6 月绝对涨幅	27.09%
近 12 月绝对涨幅	14.11%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	536.18	827.52	1,405.64	1,367.71	1,484.38
营业收入增长率	-10%	54%	70%	-3%	9%
净利润(百万元)	87.89	152.28	343.63	306.76	359.82
净利润增长率	-20%	73%	126%	-11%	17%



每股收益 EPS(基本)(元)	0.91	1.39	3.10	2.77	3.24
毛利率%	37%	41%	44%	40%	42%
净资产收益率 ROE%	9.62%	14.81%	26.55%	21.82%	22.53%
每股净资产 (元)	8.24	9.27	11.67	12.67	14.40
PE	26	17	8	8	7
PB	3	3	2	2	2

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2020 年 10 月 14 日收盘价

目录

估值及投资评级.....	3
深耕复合材料行业，业务规模逐渐扩大	3
国内复合材料领先企业.....	3
业绩增长主要来源于风电配套产品与车辆覆盖件.....	5
积极储备复合材料技术.....	6
风电行业景气上行，公司需求持续增长	7
作为机舱罩龙头企业，客户订单长期稳定.....	7
补贴退坡引起抢装潮，短期订单再上一层楼.....	9
补贴结束抢装退潮后，风电业务仍可维持增长.....	11
布局车用复合材料，打造业绩增长新引擎.....	14
复合材料性能优越，可较好满足汽车轻量化需求.....	14
与国外相比，国内车用复合材料发展空间巨大.....	15
风险因素	18
盈利预测	18

插图目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构及子公司	5
图 3：公司营业收入及同比（亿元，%）	5
图 4：公司归母净利润及同比（亿元，%）	5
图 5：公司各产品收入（亿元）	6
图 6：2019 年公司各产品收入占比	6
图 7：公司销售利润率	6
图 8：公司三费占营收的比重	6
图 9：中国玻纤复材应用市场格局	7
图 10：全球风电装机量（GW）	8
图 11：中国风电装机量（GW）	8
图 12：2019 年全球风机厂商装机份额分布	9
图 13：国内弃风量和弃风率情况	10
图 14：三北地区弃风量和弃风率情况	10
图 15：国内新增并网量	10
图 16：三北地区新增并网量（GW）	10
图 17：国内风机招标规模	11
图 18：国内风机公开招标规模及次年风电装机规模对比（GW）	11
图 19：国内海上风机累计装机量	13
图 20：海上风机不同功率下的装机量占比	13
图 21：全球轻量化复合材料市场规模（亿美元）和复合增长率	16
图 22：2018-2028 年全球轻量化复合材料市场增速前三名	16
图 23：汽车材料分布	16

表格目录

表 1：可比公司估值情况	3
表 2：公司主营产品	3
表 3：竞争格局	8
表 4：国内风电补贴政策	11
表 5：2019 年以来风电大基地项目（部分统计）	12
表 6：双一科技 2018 年与 2019 年风电机舱罩发货（以 MW 计数）发货情况（销售部门统计数据）	13
表 7：《节能与新能源汽车技术路线图》	14
表 8：轻量化材料减重效果与成本对比	15
表 9：轻量化材料综合性能	15
表 10：车体可替代部分拆分	16
表 11：乘用车市场规模测算（2025 年）	17
表 12：2006-2019 年我国主要工程机械销量统计	18
表 13：公司分项目收入、毛利预测（百万元）	19

■ 估值及投资评级

我们选择中材科技（风电叶片）、中国巨石（玻纤）和东方电缆（海上风电配套）作为可比公司，2020年可比公司的平均PE水平是24倍。

相较于以上公司，我们认为，公司凭借在大功率项目和海上项目中的优势，有望维持业绩的稳定性，同时车用复合材料市场具有巨大的成长空间。另外，即便2020年受到疫情影响，截止目前，公司业绩水平依然实现了较大幅度的增长，我们认为在当前市场具有一定的稀缺性。考虑上述两个因素，我们认为公司相较可比公司，应具备一定估值溢价，我们认为合理估值区间在25-30倍。

综合以上分析，我们认为公司2020年合理PE水平应该为28倍，对应目标价为86.8元，首次覆盖给予“买入”评级。

表1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	币种	收盘价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E
002080.SZ	中材科技	CNY	23.15	0.82	1.12	1.28	1.47	28	21	18	16	3.5
600176.SH	中国巨石	CNY	15.99	0.61	0.59	0.78	0.93	26	27	21	17	3.5
603606.SZ	东方电缆	CNY	27.90	0.69	1.09	1.46	1.65	40	26	19	17	7.4
平均								32	24	19	17	4.8

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：可比公司盈利预测采用wind一致预期，股价为2020年10月14日收盘价

■ 深耕复合材料行业，业务规模逐渐扩大

国内复合材料领先企业

双一科技是国内树脂基复合材料领先企业。双一科技专注于复合材料制品的精密加工制造和复合材料自动化控制模具的研发制造，目前主要产品包括风力发电机舱罩、风电叶片根、大型非金属模具、工程及农用机械设备覆盖件、车辆碳纤维复合材料制品、钓鱼艇等。经过多年的专业化经营，已与Vestas（丹麦维斯塔斯）、SiemensGamesa（西门子歌美飒）、金风科技、南车株洲时代、三一重工、Caterpillar（美国卡特彼勒）、中国中车等全球知名企业建立长期稳定的业务合作关系，是国内知名的风电电机舱罩和工程车复合材料壳体的供应商。

表2：公司主营产品

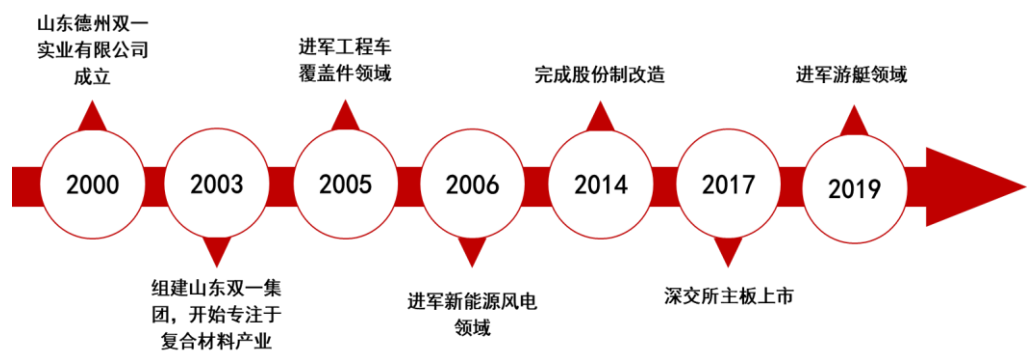
产品名称	产品用途
风电电机舱罩	是大型风力发电机组的外壳，覆盖风力发电机组的内部的设备和电气组件，安装在位于高空的塔筒顶部，保护内部的设备不受外部环境因素的侵害
风电轮毂罩	是大型风力发电机轮毂的外壳，覆盖轮毂及附属部件，安装在三支叶片的旋转中心，同时有保护内部的设备和导流的作用
叶片根	风电叶片的组成部件，位于叶片的根部，是将载荷从叶片传递到轮毂上的承力结构件
大型非金属模具	是制造风电叶片、游艇、车辆部件等大型复合材料产品的主要装备。在研产品长度120米，订单产品最大长度100米

产品名称	产品用途
工程机械农用机械车罩	用于保护车辆内部设备，如发动机罩、驾驶室顶棚等
车辆覆盖件	用于车辆的车身、顶盖等外部覆盖件和顶板、侧板、操控台等内装部件
碳纤维部件	用于飞艇骨架等结构件

资料来源：公司年报，中信证券研究部

公司成立于 1985 年，多年来深耕复合材料领域。2000 年，山东德州双一实业有限公司注册成立。2003 年，公司更名为山东双一集团有限公司，组建山东双一集团，开始专注于复合材料制品的研发与生产。2005 年公司引进新技术新工艺，成功设计出多种工程车覆盖件，进军工程机械领域。2006 年公司进军新能源风电领域，与世界风电巨头 VESTAS 建立长期战略合作关系，2008 年又与西门子、歌美飒、三一、运达等国内外知名风电企业达成合作。2014 年公司完成股份制改造，整体变更为山东双一科技股份有限公司。2017 年 8 月 8 日在深交所主板上市。2019 年 1 月，公司成立游艇公司，同年实现国际订单交付超过 100 艘。

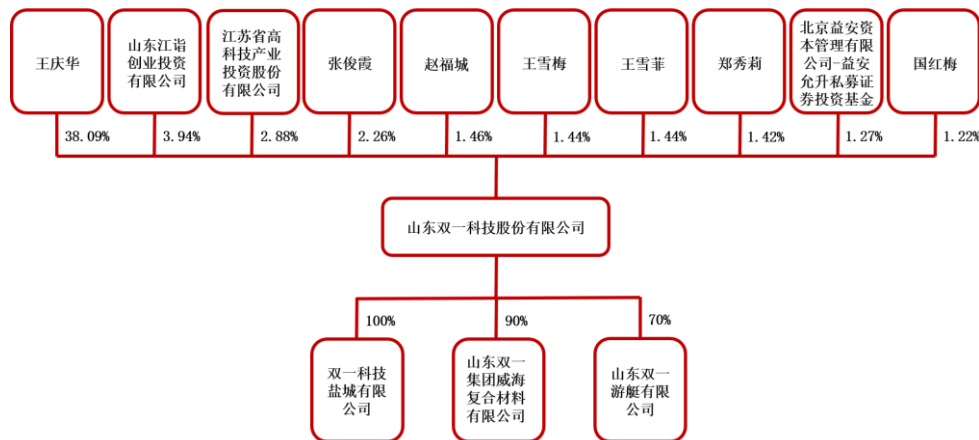
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中信证券研究部

王庆华先生是公司实际控制人。公司股权结构清晰稳定，公司第一大股东、实际控制人是公司的董事长王庆华先生。截止 2019 年末，王庆华持有公司 38.09% 的股份，远高于第二大股东江苏省高科技产业投资股份有限公司。公司总部位于山东省德州市德城区，下设陵城、武城、天津三家分公司及双一科技盐城有限公司、双一游艇有限公司两家子公司，主营业务均为复合材料相关的研发生产销售。

图 2：公司股权结构及子公司

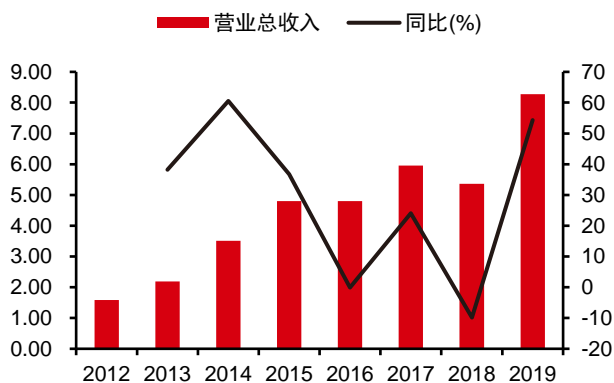


资料来源：公司年报，中信证券研究部

业绩增长主要来源于风电配套产品与车辆覆盖件

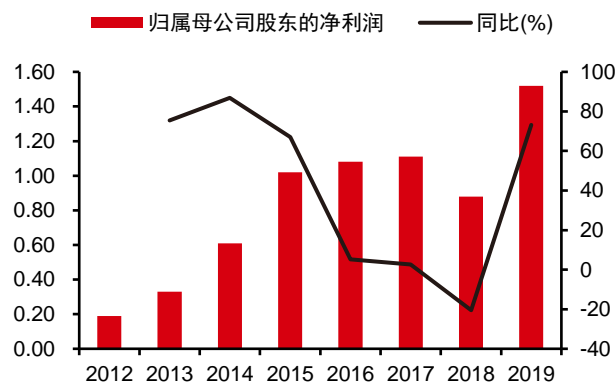
公司收入和归属于母公司股东的利润整体呈增长态势。2017-2019 年双一科技分别实现销售收入 5.95 亿元、5.36 亿元和 8.28 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 1.1 亿元、0.88 亿元和 1.58 亿元。由于两家客户（西门子和歌美飒）合并，公司 2018 年订单受到一定影响，但已经在 2019 年恢复正常。此外，我国 2019 年初推出“十三五”计划中风电退坡政策指导，因此近两年主机厂纷纷抢装，使得作为配套厂商的双一科技也从中获益，2020 年以来业绩得以继续增长。

图 3：公司营业收入及同比（亿元，%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：公司归母净利润及同比（亿元，%）

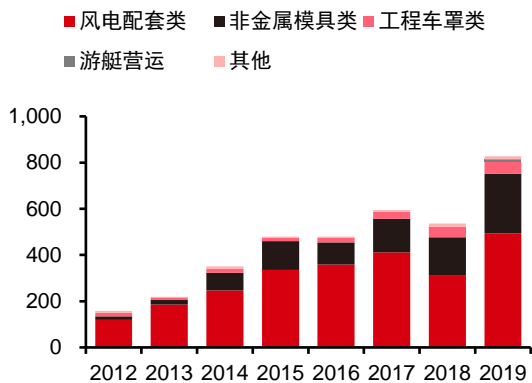


资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司收入主要来自风电配套产品与车辆覆盖件。从收入结构上来看，风电配套类产品是公司第一大收入和利润来源，2019 年销售产品 2480 套，实现营收 4.94 亿元，占总营收的 59.66%。非金属模具次之，2019 年实现营收 2.57 亿元。然后是工程车罩类产品，

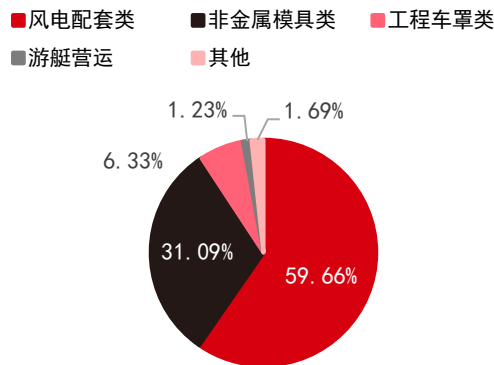
2019 年销售产品 6125 套，实现营收 5420 万元。最后为 2019 年 4 月刚进入的游艇运营领域，2019 年全年销售中小型游艇 96 艘，实现销售收入 1016 万元。尽管从产品来看，非金属模具是公司第二大收入来源，不过由于模具是制造风电叶片、车辆部件等的装备，因此从本质上看，公司主要收入来源是自风电配套产品与车辆覆盖件。

图 5：公司各产品收入（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

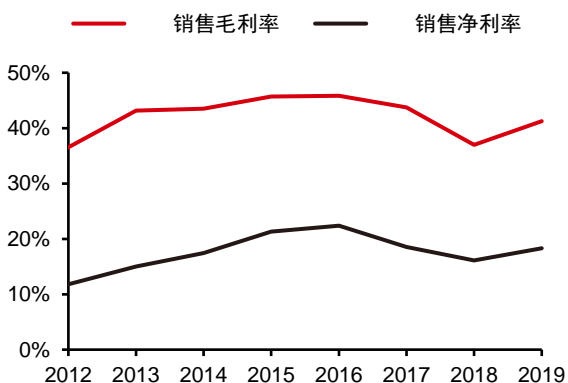
图 6：2019 年公司各产品收入占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

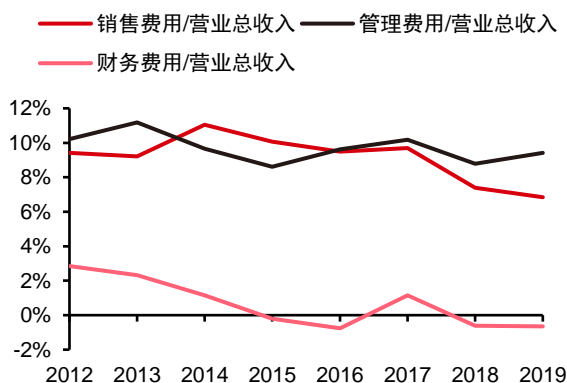
销售费用率较高，系运输成本所致。公司销售费用较高的主要原因在于主要产品风电机舱罩、大型非金属模具体积较大，且部分产品出口到国外，运输成本较高。而根据会计准则，运输成本计入销售费用而非产品成本，因此公司销售费用率较高。不过公司销售费用率近年来存在逐渐降低的趋势，且由于公司技术工艺上有一定优势，产品附加值较高，毛利率较高，可以很好地抵消高销售费用率带来的利润降低，因此公司可以保持良好的净利润水平。

图 7：公司销售利润率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 8：公司三费占营收的比重



资料来源：公司公告，中信证券研究部

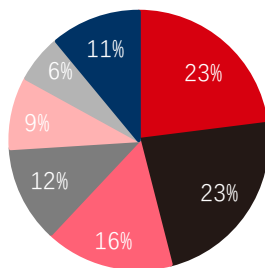
积极储备复合材料技术

我国玻纤复材行业发展迅猛，主要用于电子电气和交通运输市场。自上世纪 90 年代中国玻璃纤维增强塑料工业起飞开始，经过 20 多年的快速增长，中国已成为世界上最大

的玻璃纤维生产和供应国，玻纤复材行业的市场规模是美国的两倍。我国有大约 5000 家从事复合材料制造的公司，每年能发运 462 万吨玻璃纤维复合材料。玻纤复材具有高强度、耐高温、阻燃、抗冲性强等优异性能，因此在电子电气、交通运输、建筑、水处理、风能、化工等领域实现了较大规模应用，尤其是电气和交通运输市场，占据了我国接近一半的玻纤复材市场。

图 9：中国玻纤复材应用市场格局

■ 电气 ■ 交通运输 ■ 建筑 ■ 水处理 ■ 风能 ■ 化工 ■ 其他



资料来源：《2019 年复合材料行业状况报告》（《复合材料制造》杂志），中信证券研究部

公司深耕复材行业多年，技术底蕴深厚。公司自成立以来就十分重视新技术和新产品的研发，其自主研发的双头船体模具、分体风力发电叶片模具、全复合材料客车车身、热压罐成型工艺、风电叶片根等高新技术产品均填补了国内空白，并率先在国内形成了产业化，被列为省级重点科技创新项目。同时，公司已形成了生产一代、储备一代、研制一代的自主创新体系，既有当前 MW 级风电复合材料部件等高新技术产品，又拥有全复合材料客车车身等即将形成产业化的储备产品，还有 HP-RTM 工艺的汽车零部件等后续研发产品。

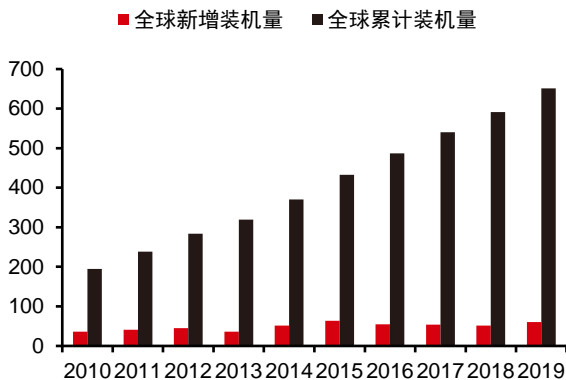
重视科研投入，打造产学研一体化。公司依托其在复合材料制品行业中的领先地位，不断加大技术研发投入，并和客户以及高校、研究所进行有效交流，打造产、学、研有机结合的研发模式。目前，公司既拥有省级企业技术中心、省级工业设计中心等一系列研发平台，又与天津科技大学、中国科学院化学所等建立了长期合作关系，申请的山东省复合材料模具工程技术研究中心也通过了省科技厅批复，基础储备充足。

■ 风电行业景气上行，公司需求持续增长

作为机舱罩龙头企业，客户订单长期稳定

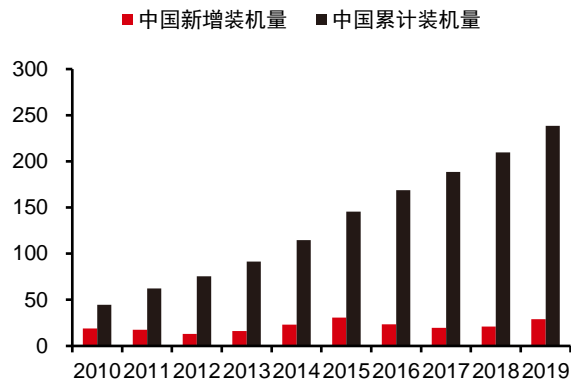
全球风力发电装机量持续增长，预计 5 年后超过 1TW。2010 年，全球风机累计装机量只有 194.4GW，而 2019 年达到了 651.5GW，年复合增长率为 14.38%。中国的累计装机量也从 44.7GW 提升至 238.4GW，年复合增长率 20.43%。GWEC 预测，全球风电市场仍将持续增长，2024 年累计装机容量将达到 1006GW，未来五年，平均每年的风电新增装机容量将达到 71 GW。

图 10：全球风电装机量（GW）



资料来源：全球风能理事会（GWEC），中信证券研究部

图 11：中国风电装机量（GW）



资料来源：中国风能协会（CWEA），中信证券研究部

机舱罩竞争格局优良且稳定，公司龙头地位稳固。由于近些年风力发电装机进入低速增长阶段，风电行业整体利润率持续下降，作为配套产业的机舱罩制造也受到较大影响。第一梯队厂家以双一科技、格瑞德、株丕特为代表，产品价格略高于二三梯队厂家，但凭借其强大的技术能力、高标准的质量管控、优异的产品品质在高端市场站稳了脚跟。2018 年，公司风电配套类产品销量为 2083 套，占全球销量的 11%，处于市场领先地位。同年，主要竞争对手株丕特德州公司关停，公司市占率有望进一步提升。

表 3：竞争格局

梯队	代表公司	特性	代表客户
第一梯队	双一科技、株丕特	技术能力强大、质量管控标准高、产品品质优异	维斯塔斯、GE、西门子歌美飒、金风科技
第二梯队	优利康达、沁阳锦辉、格瑞德	产品质量标准和产品品质低于第一梯队，主要采用降价策略争取更多订单	GE、西门子歌美飒、联合动力
第三梯队	江苏九鼎、德州亚太、中新图锐	客户源单一，订单少且不稳定，工人流动性大，很难保证持续生产，产品质量水平一般，生存困难	金风科技、联合动力、华锐等中的某一个

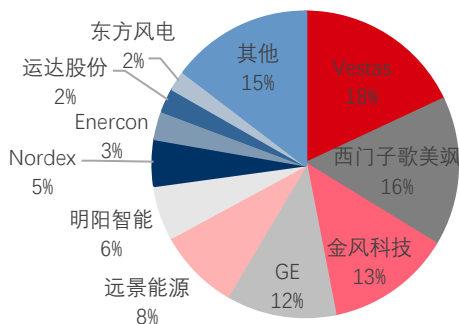
资料来源：各公司公告及官方网站，中信证券研究部

公司主要服务海外龙头企业，市场竞争力强，且长期来看在手订单将稳中有增。机舱罩、轮毂罩生产技术工艺相对透明，外资风电整机生产企业也会在国内采购相关产品，行业内已经普遍认可了国内品牌的技术能力和质量水平。公司 70% 风电订单来自海外客户，是 2019 年全球装机量前两名的主机厂 Vestas 和 Siemens Gamesa 亚太地区第一大机舱罩供应商，公司供应量分别占其订单总量的 70% 和 60%。而这些订单价格与毛利更高，给公司带来了强于其他企业的盈利能力。

复合材料产品品种多、规格多，制造高质量产品需要非常专业的生产经验，包括装备使用、现场管理、长期技术积累等，因此客户对供应商方面都会有严格的审核制度，顺利通过后方可进入供方名录，且能够稳定、持续地满足用户的质量要求。公司已为这两家企业供货多年，更换供应商的成本较高，短期很难被替代，因此在手订单稳定。另外，考虑

到国际风电市场份额在向前十位主机厂逐渐集中，预计龙头企业装机量将进一步提升，公司在手订单量也将随之增加。

图 12：2019 年全球风机厂商装机份额分布



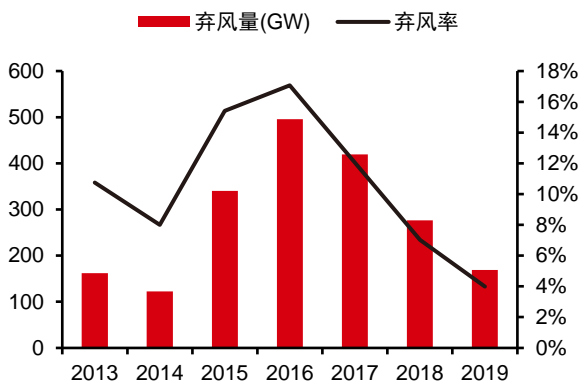
资料来源：全球风能理事会（GWEC），中信证券研究部

补贴退坡引起抢装潮，短期订单再上一层楼

弃风限电现象减少，电力消纳能力提升。2009~2012 年，随着风电装机快速增长，风电开发商四处建设风电厂，尤其是风电资源丰富的三北地区，然而三北地区电力需求有限，很难消纳全部电力，缺乏省特高压输电通道，外送也比较困难，导致弃风限电情况开始出现。2013-2016 年，由于需求增加、抢装等原因情况有所反复。2017 年以后，随着风电投资监测预警限制部分地区风电开发投资、可再生能源发电全额保障性收购政策保证风电的基本上网量、跨区建设特高压输电工程实现风电外送，问题得到了真正解决。

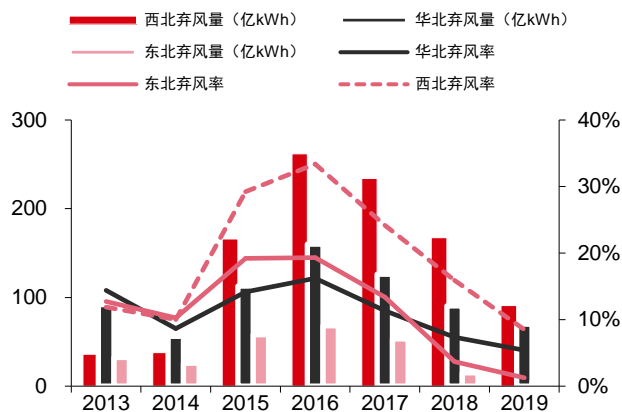
2017-2019 年，弃风量与弃风率连降三年，弃风量从 419.3 亿 KWh 降至 168.7 亿 KWh，弃风率从 12.06% 降至 3.99%，其中降幅最大的东北地区从 53.3 亿 KWh 降至 5.6 亿 KWh，对下降数量贡献最大的西北地区从 234 亿 KWh 降至 90.7 亿 KWh，弃风现象显著减少。未来，随着电网建设的逐渐完善及可再生能源配额的落地实施，电网消纳能力预计将进一步提升，将不再成为风电装机量增长的阻碍。

图 13: 国内弃风量和弃风率情况



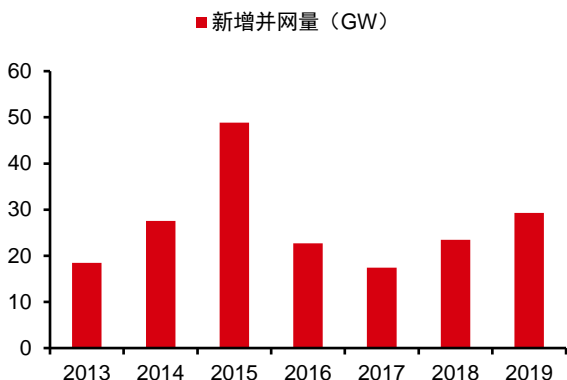
资料来源: 国家能源局, 中信证券研究部

图 14: 三北地区弃风量和弃风率情况



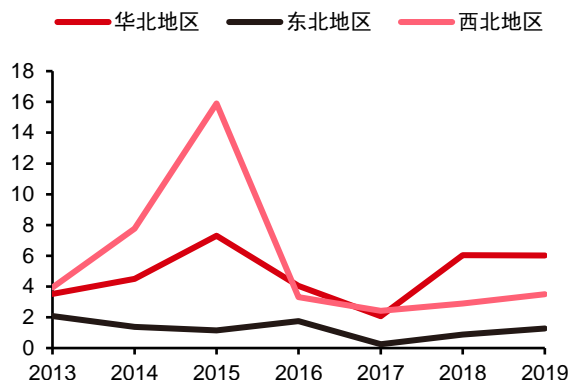
资料来源: 国家能源局, 中信证券研究部

图 15: 国内新增并网量



资料来源: 国家能源局, 中信证券研究部

图 16: 三北地区新增并网量(GW)



资料来源: 国家能源局, 中信证券研究部

补贴退坡带来抢装行情, 2019-2021 年国内新增装机量有望迎来新高。作为重要的新能源产业, 风电行业靠补贴生存并发展至今。但随着装机容量的不断增加和产业的成熟, 政府正在着手加速可再生能源产业的成熟, 促使风电驶向独立的轨道, “去补贴” 便成为最重要的手段。2019 年 5 月 24 日, 国家发改委下发了关于《完善风电上网电价政策的通知》, 明确了 2019~2021 年陆上及海上风电电价政策。

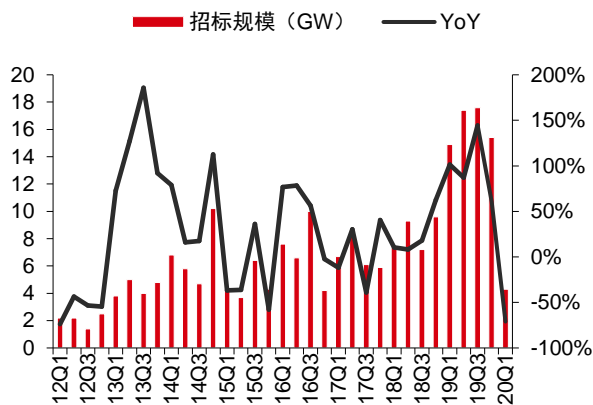
对于陆上风电项目, 2018 年底前核准的存量项目、2019-2020 年新核准项目如果分别在 2020 年、2021 年没有并网的话国家将不再补贴; 2021 年以后新核准的陆上风电项目全面实现平价上网, 国家不再补贴。对于海上风电项目, 2018 年底前已核准的海上风电项目在 2021 年底前全部机组完成并网的执行核准时的上网电价; 2022 年及以后全部机组完成并网的执行并网年份的指导价。为此, 各大运营商纷纷抢装, 导致未来的一部分订单集中到近两年释放。考虑到风机的交付周期一般为 1-1.5 年, 各陆上风电 2019 年就要开始进行公开招标, 最晚也不能晚于 2020 年, 海上风电预计也要在 2020-2021 年完成招标, 因此 2019-2021 年是风机装机量规模的高潮。

表 4：国内风电补贴政策

资源区	首次调整		2019 年新政调整后存量项目		2019 年新政调整后新核准项目	
	2015	2016-2017	2018	2018	2019	2020
陆上风电调整节点		2016 年前核准， 2017 年底前开工， 2020 年底前并网	2018 年前核准， 2019 年底前开工， 2020 年底前并网	2018 年核准， 2020 年底前并 网	2019 年核准， 2021 年底前 并网	2020 年核准， 2021 年底前并 网
陆上风电	I 类资源区	0.51	0.49	0.47	0.4	0.34
	II 类资源区	0.54	0.52	0.5	0.45	0.39
	III 类资源区	0.58	0.56	0.54	0.49	0.43
	IV 类资源区	0.61	0.61	0.6	0.57	0.52
海上项目调整节点		2014-2018 核准，2021 年前全部并网			2019	2020
海上风电	近海		0.85		0.8	0.75
	潮间带		0.75		所在资源区陆上风电指导价	

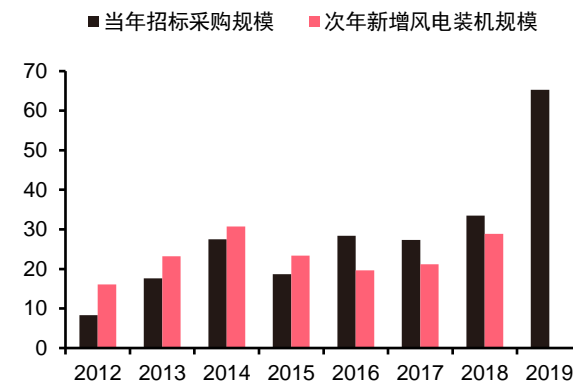
资料来源：国家发改委，中信证券研究部

图 17：国内风机招标规模



资料来源：金风官网，中信证券研究部

图 18：国内风机公开招标规模及次年风电装机规模对比（GW）



资料来源：中国风能协会（CWEA），中信证券研究部

受益于抢装潮，公司风电叶片模具订单实现量价齐升。直观来看，装机量的增加会导致机舱罩需求量增加，但是公司机舱罩主要用于出口，3300 套产能中只有不到 1000 套供给国内，因此影响有限，反而是风电叶片模具业务在本次抢装中受益最大。

抢装过程中，主机厂的产能瓶颈更多集中于叶片的制造能力，而叶片制造能力提升有两个方向，一个是增加工作时长，一个是增加模具的数量。公司作为模具配套生产商，近两年接到的订单量有所增加，2019 年销量提升了 76%。另外，供给的不足也会提升产品价格。2019 年新增装机量为 28.9GW，假设单机平均容量为 2.5MW，平均每个风机有 3 个叶片，按照当下叶片企业每套模具 120 片叶片的年产能进行测算，市场叶片模具需求为 289 套。而国内风力发电叶片目前只有 2~3 家专业模具厂家，最高产能加在一起只有 100 套左右，按照平均 2.5 年的使用寿命计算，市场保有量为 250 套。供需缺口有望导致模具价格上涨，最终实现量价齐升。

补贴结束抢装退潮后，风电业务仍可维持增长

2021 年以后，风电行业仍有较大发展空间。抢装退潮后，国内风机装机增速虽有放缓，但预计回落程度有限，延迟并网项目、风电大基地与平价项目料将对未来几年装机量形成有力支撑：

1) 部分抢装项目将延迟并网。 根据金风科技的数据，2019 年陆上风电招标量约为 49.6GW，假设发电厂优先抢装陆上风电项目，受限于 2020 年 29.45GW 的风电电网消纳能力，市场上将有 20.15GW 容量的项目无法在 2020 年并网。除此以外，主机厂的产能限制也使得很多订单无法在今年阶段性节点和明年大限之前安装到位。海上风电同样如此，中国海上风电协会秘书长翟恩地表示，即使不考虑疫情影响因素，就目前全国的船舶施工能力及供应商产能情况，至少有 8 GW 的装机容量将结转到 2022 年以后并网。许多发电厂已经意识到了这一点，开始合理安排工期延迟并网。

2) 大基地与平价项目将陆续装机并网。2019 年 5 月，国家能源局公示了第一批风电平价上网示范项目，总装机容量达到 4.51GW，主要分布于吉林、河南、黑龙江等省份，且吉林 0.99GW 容量的项目为存量转平价项目。根据 2020 年上半年发布的政策，第二批项目在今年 4 月底前进行上报。同时，国家能源局近几年加快推进风电大基地项目建设。不完全统计下，2019 年以来的项目总规模达到了 59.9GW，非常可观。这些陆续开工装机并网的项目将为未来几年装机并网量做出巨大贡献。

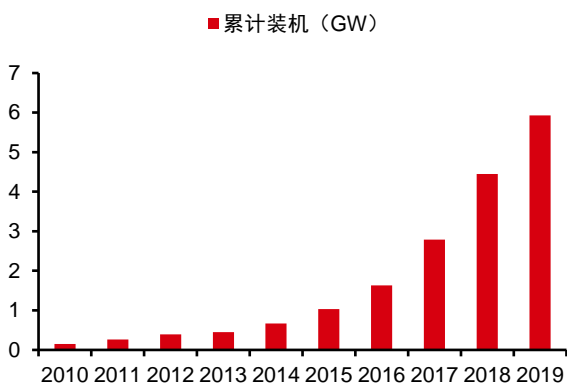
表 5：2019 年以来风电大基地项目（部分统计）

项目简称	容量 (GW)	配套外送输电通道
国电投乌兰察布	6	自建外送通道（规划中）
中广核兴安盟扶贫平价基地	3	扎鲁特-青州特高压输电通道
阿拉善盟上海庙至山东	1.6	上海庙至山东特高压输电通道
兴安盟配套扎鲁特-青州	1	扎鲁特-青州特高压输电通道
通辽扎鲁特-青州	1	扎鲁特-青州特高压输电通道
吉林白城配套扎鲁特-青州	1	扎鲁特-青州特高压输电通道
鄂尔多斯市杭锦旗基地	0.6	上海庙至山东直流特高压输电通道
大唐呼和浩特风电大基地平价项目	0.6	通过短途线路送到华北电网等区域进行电力交易及消纳
内蒙古乌兰察布市化德县风电扶贫平价基地项目	2	通过短途线路送到华北电网等区域进行电力交易及消纳
内蒙古包头市 160 万千瓦可再生能源示范项目	1.6	包头当地的铝业园区自备电厂和负荷消纳
乌兰察布市卓资县风电项目	2	通过短途线路送到华北电网等区域进行电力交易及消纳
内蒙古商都县 200 万千瓦风电项目	2	/
华都北方上都百万千瓦级风电基地项目	1.6	正蓝旗上都电厂 500 千伏线路通道
内蒙古通辽市 100 万千瓦风电外送项目	1	扎鲁特-青州特高压输电通道
锡盟等特高压配套风电基地	7	锡盟-泰州 800 千伏直流输电通道
张家口百万三期	2.6	张北柔性直流输电工程
青海海南州	3	青海至河南直流特高压输电通道
青海海西州	2.6	外送
淮东新能源基地	3.9	淮东-皖南 1000 千伏交流输电通道
哈郑直流（二期）	0.3	哈密-郑州 800 千伏直流输电通道
陕北新能源基地	5	陕北-湖北特高压直流工程
酒泉新能源基地	5	酒泉-湖南 800 千伏特高压直流工程
陇东新能源基地	5.5	陇东-山东特高压直流（规划）
合计	59.9	

资料来源：全球风电网，北极星风力发电网，中信证券研究部

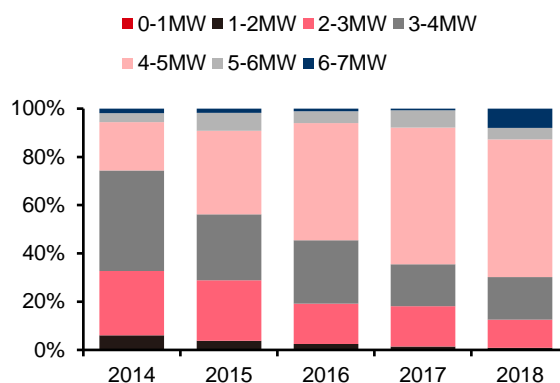
风机容量逐渐变大，带动大尺寸玻纤产品订单饱和。如今，海上风电容量竞争如火如荼，风电制造商纷纷瞄准大机组，金风科技、上海电气、GE 等整机商都相继发布了 10MW 海上风电机型，西门子歌美飒今年 5 月更是推出了全球最大的 14 MW 海上风机。与风机大型化趋势相对应的是对长叶片、轻叶片、大机舱罩等的追求。这些大尺寸产品的技术难度比较高，对车间、工艺、工人水平均有较高要求，一些中小型的机舱罩制造企业难以生产出来。此外，碳纤维价格昂贵，玻璃纤维仍是中国厂家在平价时代的最高性价比选择。由此预计公司这种在大功率机舱罩设计、模具制造和生产上具有技术优势，且原材料为玻纤的生产商将脱颖而出，实现满产。

图 19：国内海上风机累计装机量



资料来源：中国风能协会（CWEA），中信证券研究部

图 20：海上风机不同功率下的装机量占比



资料来源：中国风能协会（CWEA），中信证券研究部

补贴退坡只影响短期需求，长期需求仍保持稳定增长。10 月 14 日，2020 年北京国际风能大会上，来自全球 400 余家风能企业的代表联合发布了《风能北京宣言》。《宣言》表示，在“十四五”规划中，须为风电设定与碳中和国家战略相适应的发展空间：保证年均新增装机 5000 万千瓦以上。2025 年后，中国风电年均新增装机容量应不低于 6000 万千瓦，到 2030 年至少达到 8 亿千瓦，到 2060 年至少达到 30 亿千瓦。在此背景下，我们预期 2020/21 年装机量在 35/30GW 左右，2022 年后年均增速将稳定在 10%左右。

大功率项目优势明显，获益海上风电持续增长。在公司的风电产品出货中，大功率风电电机舱罩出货增速明显跑赢其他产品，借助和龙头公司的供货绑定关系，公司 2019 年 2.5MW、3MW、4MW 和 6MW 产品出货量分别较 2018 年提升了 20800%、40.37%、129% 和 400%，这也彰显了公司在较大功率产品上的明显优势。目前，全球仍规划了较大的海上风电项目，而这部分需求也将一定程度上弥补补贴退坡抢装后的需求短期下滑。因此，我们认为，综合来看，公司风电相关产品仍将保持较为不错的收入水平。

表 6：双一科技 2018 年与 2019 年风电电机舱罩发货（以 MW 计数）发货情况（销售部门统计数据）

产品名称	型号	2018 年套数合计 (套)	2018 年 MW 数合计 (MW)	2019 年套数合计 (套)	2019 年 MW 数合计 (MW)	变动幅度
机舱罩	1.5MW	7	10.5	0	0	-100.00%
	2MW	1006	2012	1379	2758	37.08%
	2.2MW	0	0	33	6.6	100.00%

2.3MW	9	20.7	0	0	-100.00%
2.5MW	1	2.5	209	522.5	20800.00%
3MW	909	2727	1276	3828	40.37%
3.3MW	67	221.1	46	151.8	-31.34%
3.45MW	0	0	68	234.6	100.00%
4MW	172	688	394	1576	129.07%
6MW	8	48	40	240	400.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 布局车用复合材料，打造业绩增长新引擎

复合材料性能优越，可较好满足汽车轻量化需求

节能减排推动汽车轻量化产生和发展。按照工信部规定，我国汽车二氧化碳排放标准要从 2015 年的 155g/km 降到 2020 年的 112g/km，乘用车企业燃料消耗也要从 2015 年的 6.9L/km 降到 2020 年的 5.0L/km，节能减排需求逐渐提升。按照学术界公认水平，汽车所用燃料的 60% 是用于消耗汽车自身质量，燃油车质量每下降 10%，油耗将下降 6-8%，排放将下降 4%；汽车整车质量减少 100kg，油耗降低 0.5L/100km，加速性能提升 8% 至 10%。

由于车辆轻量化可从材料、结构、工艺等方面实现，因此，近年来，随着我国汽车重量逐渐减轻，轻量化材料使用量逐渐提升，逐步替代传统金属零部件。按照工信部委托中国汽车工程学会制定的《节能与新能源汽车技术路线图》的规划，到 2030 年，我国汽车将减重 40%，铝合金、镁合金、碳纤维的单车用量将分别达到 350kg、45kg 和车重的 5%，增长迅猛。

表 7：《节能与新能源汽车技术路线图》

	2016-2020 年	2021-2025 年	2026-2030 年
汽车	减重 15%	减重 30%	减重 40%
高强度钢	强度在 600MPa 以上的 AHSS 钢应用达到 50%	第三代汽车钢应用比例达到白车身重量的 30%	2000MPa 以上的钢材有一定比例的应用
铝合金/kg	单车用量 190	单车用量 250	单车用量 350
镁合金/kg	单车用量 15	单车用量 25	单车用量 45
碳纤维	碳纤维有一定使用量，成本比 2015 年降低 50%	碳纤维使用量占车重 2%，成本比上阶段降低 50%	碳纤维使用量占车重 5%，成本比上阶段降低 50%

资料来源：中国汽车工程学会，中信证券研究部

玻纤复合材料减重性价比最高。目前，高强度钢、铝合金、镁合金、纤维增强复合材料是最具有应用前景的轻量化材料。高强度钢因其强度极高，在汽车底盘、车身关键部位的使用无法取代。铝合金减重效果较好，成本适中，工艺成熟，生产效率高，是当前应用最广泛的轻量化材料。镁合金减重效果非常好，但镁的化学性质活泼，存在质量不稳定、价格昂贵且不耐腐蚀等不利因素，制约了其在汽车上的大规模应用。玻纤复合材料成本优势明显，且减重效果极佳，在前翼子板、发动机罩、尾板等汽车内外装饰件部位得到广泛应用。碳纤维复合材料减重效果最好，减重能力是铝合金等材料的 2 倍，且强度高，受热

不易变形，但成本高，目前主要应用于航空航天和体育休闲领域，很少用于汽车领域。未来，随着碳纤维制备工艺的进步和规模效应不断凸显，其必将得到广泛应用。

表 8：轻量化材料减重效果与成本对比

轻量化材料	替代材料	减重率	相对成本
高强度钢	低碳钢	10%	1
铝合金	钢、铸铁	40%-60%	1.3-2
镁合金	钢、铸铁	60%-75%	1.5-2.5
玻纤	钢	40%-60%	1-1.5
碳纤维	钢	75%	50+

资料来源：Pacific Northwest National Laboratory，中信证券研究部

除减重外，纤维增强复合材料还能给汽车带来其他好处。玻纤增强树脂强度高、耐高温耐腐蚀、加工性能好、可整体成型减少零部件紧固和接头数目、可制造“A”级表面汽车外覆盖件，是制造汽车覆盖件最理想的材料。碳纤维增强复合材料能量吸收率极好，碰撞吸收能力是钢的六到七倍、铝的三到四倍，可以使车辆运行更安全稳定；碳纤维增强复合材料疲劳强度也极高，可达到抗拉强度的 70-80%，远超钢和铝的 30-50%；碳纤维增强复合材料还具有很高的震动阻尼，轻合金需要 9 秒才能停止震动，碳纤维复合材料只需 2 秒就能停止，提高了乘员的舒适性。

表 9：轻量化材料综合性能

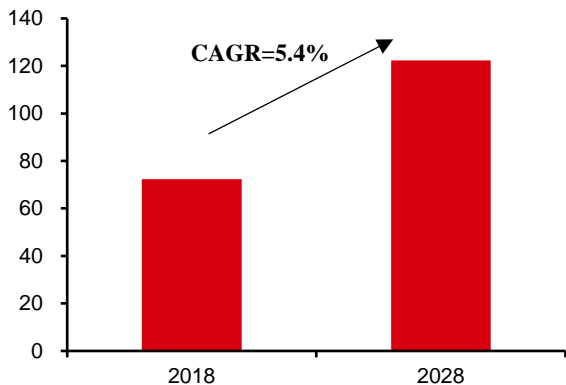
	密度 (g/cm ³)	抗拉强度 (Mpa)	弹性模量 (Gpa)	比强度 Mpa/(g/cm ³)	比刚度 Gpa/(g/cm ³)
钢	7.85	1201	204	153	26
铝合金	2.8	423	73	151	26
镁合金	1.8	221	45	123	25
玻纤复材 (单向板)	2.0	1522	52	761	26
玻纤复材 (织物)	2.0	684	24	342	12
碳纤维复材 (单向板)	1.6	1725	138	1078	86
碳纤维复材 (织物)	1.6	1059	64	662	40

资料来源：塑料工业协会，复合材料协会，中信证券研究部

与国外相比，国内车用复合材料发展空间巨大

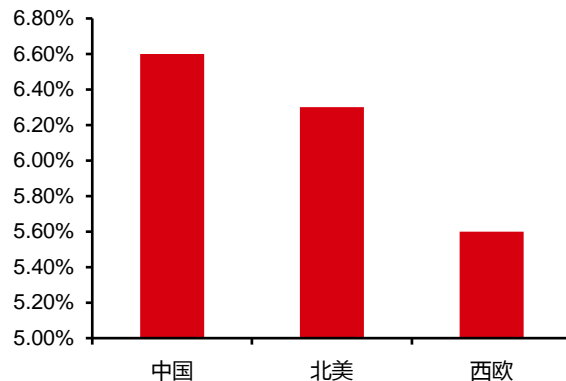
全球轻量化材料市场稳步扩张。Future Market Insights 报告显示，2018 年全球汽车复合材料市场规模的估计为 72.317 亿美元，预计 2028 年底将增长至 122.025 亿美元，年复合增长率达到 5.4%。期间，西欧将是市场的主导者，但北美和中国地区也是非常重要的市场，预计中国更是将以 6.60% 的复合增速领跑世界。

图 21：全球轻量化复合材料市场规模（亿美元）和复合增长率



资料来源：Future Market Insights（含预测），中信证券研究部

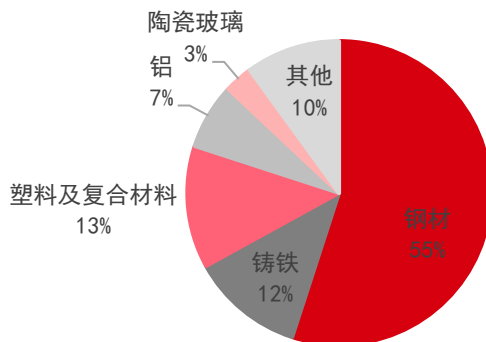
图 22：2018-2028 年全球轻量化复合材料市场增速前三名



资料来源：Future Market Insights（含预测），中信证券研究部

以国外材料占比为标杆，中国复合材料发展空间很大。根据中国复合材料信息网，当前我国整车配件上复合材料应用比例仅占 8%-12%左右，而国外应用比例可以达到 20%-30%。由于碳纤维材料在国内外均处于起步阶段，全球只有宝马等企业在高端车型和新能源车上有少量使用。我们假设复材全部为玻纤复材，以国外 20%的应用比例为标杆，按照整车质量 1500kg、2019 年汽车产量 2572 万辆、价格为 2 万元/吨来进行测算，预计国内复合材料市场规模可达到 1543.2 亿元，未来发展潜力巨大。

图 23：汽车材料分布



资料来源：中国汽车工程学会，中信证券研究部

表 10：车体可替代部分拆分

项目	主要零部件	替代材料
车身	白车身+4 门 2 盖（发动机盖、行李箱盖）骨架	碳纤维
	前后玻璃	/
	侧窗玻璃	/
	天窗玻璃	/
	门锁	工程塑料
外饰	雨刮器系统	工程塑料
	前后保险杠	碳纤维

项目	主要零部件	替代材料	
	前端模块	碳纤维	
	吸能盒	碳纤维	
	导流板	玻纤	
	车灯	玻纤	
	后视镜	玻纤	
	密封件	/	
	天窗系统	天窗导轨(玻纤)	
	饰条	工程塑料	
	内饰	座椅	骨架(碳纤维)
		仪表盘	支架(玻纤), 表面(工程塑料)
		方向盘	工程塑料
		安全气囊	工程塑料
		安全带	工程塑料
		换挡器(方向盘后)	工程塑料
脚踏板		工程塑料	
空调	壳体(玻纤), 空调系统配件(工程塑料)		
底盘	车桥	玻纤	
	发动机护板	玻纤 GMT	
	车身底部护板	玻纤	
	大梁	碳纤维	
	悬架(含减震器+弹簧)	玻纤	
	摆臂+2个稳定杆	/	
	电动转向系统	/	
	刹车(基础制动管路、刹车盘)	碳纤维	
	刹车磨损件	/	
	卡钳	/	
	刹车用电子稳定程序	/	
	iBooster	/	
	轮胎	/	
燃油动力总成	发动机	零部件(工程塑料/碳纤维)	
	变速箱	齿轮(玻纤)	
	油箱	玻纤	
	传动	传动轴(碳纤维)	

资料来源：中信证券研究部整理

按照中国汽车工程协会的预测，未来五年复合材料在单车中的装备质量占比将达到4%。考虑玻纤作为重要的替代材料(主要在非结构)将在复合材料中充当较为重要的角色，我们预期2030年国内车用玻纤复材市场空间将达到约120亿元的水平。

表 11：乘用车市场规模测算（2025 年）

名称	数据
乘用车销量(万辆)	2200
单车装备质量(kg)	1480
复合材料占比	4%
玻纤占比	50%

名称	数据
玻纤复材价格 (元/kg)	18
市场规模 (亿元)	117.26

资料来源：中汽协，中国汽车工程学会，中信证券研究部预测

新能源汽车减重诉求更强，工程车市场稳步增长。续航焦虑是新能源汽车发展面临的主要问题，目前各大新能源汽车生产商都在寻求减重降低能耗的解决方案，因此我们判断，复合材料在乘用车市场的渗透将持续加速。同时考虑国内工程机械销量的稳步提升，在此领域的复材应用也将同步增长。按照单车 700KG，未来年化 10%的销量预测，2030 年工程车市场同样具备约 80 亿元的市场空间，总体看，到 2030 年，预计国内车用玻纤复材市场空间将达到 200 亿元的水平。

表 12：2006-2019 年我国主要工程机械销量统计

年份	挖掘机	装载机	平地机	推土机	压路机	摊铺机	汽车起重机	随车起重机	工程车 (台)	工程车 (万台)
2006 年	49625	129834	2245	5925	8740	1136	14465	19422	231392	23.1392
2007 年	71241	161628	3893	7207	9437	1347	20862	31020	306635	30.6635
2008 年	82975	162335	4320	8722	10885	1436	21419	27918	320010	32.001
2009 年	101559	149355	3608	8599	19852	1678	28494	29300	342445	34.2445
2010 年	179296	228219	4531	13911	26281	3019	35143	43400	533800	53.38
2011 年	193891	258901	5259	13115	22217	3386	35455	53000	585224	58.5224
2012 年	130624	181522	4347	10169	13782	2179	23073	49804	415500	41.55
2013 年	126296	188405	4017	9561	15726	2066	17889	63684	427644	42.7644
2014 年	103227	156272	3662	7742	14270	1737	14096	50657	351663	35.1663
2015 年	60514	73581	2620	3682	10388	1804	9327	20000	181916	18.1916
2016 年	73390	75445	3184	4061	11959	1971	9568	7000	186578	18.6578
2017 年	144867	99063	4522	5719	17421	2390	20434	11000	305416	30.5416
2018 年	203420	118811	5261	7600	18376	2319	32278	14084	402149	40.2149
2019 年	235693	123615	4348	5807	16978	2773	42959	15462	447635	44.7635

资料来源：中国工程机械工业协会，中信证券研究部

■ 风险因素

1. 国内风电装机急剧下降；
2. 玻纤复材价格出现较大波动；
3. 复材在车用市场渗透速度不及预期。

■ 盈利预测

我们基于以下假设对公司进行盈利预测：

1. 2020 年风电市场抢装，产品销量快速放量，销售增速超过 70%；

2. 2021 年补贴尾声，风电业务小幅下行，产能转而生产其他领域，实现一定弥补；

3. 工程车罩业务稳步发展（营业收入年化增速维持在 20%左右）。

表 13：公司分项目收入、毛利预测（百万元）

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
一、风电配套									
收入	334.89	358.81	411.05	313.69	493.66	863.91	777.51	855.27	906.58
成本	180.35	188.48	231.22	203.67	298.83	492.43	466.51	487.50	543.95
毛利	154.54	170.33	179.83	110.02	194.83	371.48	311.01	367.76	362.63
二、非金属模具类									
收入	125.45	96.44	146.58	162.48	257.29	450.26	405.23	445.75	472.50
成本	65.34	54.16	76.29	93.37	137.57	234.13	222.88	245.17	259.88
毛利	60.11	42.28	70.29	69.11	119.72	216.12	182.35	200.59	212.63
三、工程车罩									
收入	14.98	19.81	30.06	46.18	52.4	62.88	75.46	105.64	147.89
成本	12.36	14.83	22.03	34.34	35.15	42.76	52.82	71.83	103.53
毛利	2.62	4.98	8.03	11.84	17.25	20.12	22.64	33.80	44.37
四、游艇									
收入	-	-	-	-	10.16	13.21	17.17	22.32	29.02
成本	-	-	-	-	8.89	11.23	14.59	18.97	24.67
毛利	-	-	-	-	1.27	1.98	2.58	3.35	4.35
五、其他									
收入	4.78	4.52	7.01	13.83	13.99	15.39	92.33	55.40	58.72
成本	2.65	2.3	5.16	6.55	5.51	10.77	64.63	38.78	41.11
毛利	2.13	2.22	1.85	7.28	8.48	4.62	27.70	16.62	17.62

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

综上所述，我们预测公司 2020-22 年归母净利润为 3.43/3.07/3.6160 亿元，对应 EPS 为 3.1/2.77/3.24 元/股。

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	536	828	1,406	1,368	1,484
营业成本	338	486	791	821	862
毛利率	36.97%	41.28%	43.70%	39.94%	41.91%
营业税金及附加	8	10	19	18	19
销售费用	40	57	60	59	64
营业费用率	7.38%	6.85%	4.30%	4.30%	4.30%
管理费用	47	78	98	96	104
管理费用率	8.78%	9.41%	7.00%	7.00%	7.00%
财务费用	(3)	(5)	(1)	(3)	(7)
财务费用率	-0.61%	-0.65%	-0.10%	-0.19%	-0.47%
投资收益	14	11	10	12	11
营业利润	101	175	397	354	415
营业利润率	18.78%	21.11%	28.21%	25.88%	27.94%
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	0	1	0	1	1
利润总额	102	175	398	355	416
所得税	16	24	57	51	59
所得税率	15.46%	13.54%	14.35%	14.45%	14.11%
少数股东损益	(1)	(1)	(3)	(3)	(3)
归属于母公司股东的净利润	88	152	344	307	360
净利率	16.39%	18.40%	24.45%	22.43%	24.24%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	75	124	194	233	397
存货	116	164	247	272	282
应收账款	220	264	522	501	523
其他流动资产	437	438	455	464	487
流动资产	849	991	1,419	1,470	1,689
固定资产	172	180	174	168	161
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	29	45	44	44	43
其他长期资产	21	74	74	74	74
非流动资产	222	299	293	286	279
资产总计	1,070	1,289	1,712	1,756	1,968
短期借款	8	0	90	0	0
应付账款	91	130	201	217	226
其他流动负债	59	129	127	137	151
流动负债	158	259	418	354	376
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	3	3	3	3
非流动性负债	0	3	3	3	3
负债合计	158	262	421	357	379
股本	111	111	111	111	111
资本公积	559	571	571	571	571
归属于母公司所有者权益合计	914	1,028	1,294	1,406	1,597
少数股东权益	-2	-1	-3	-6	-9
股东权益合计	912	1,028	1,291	1,400	1,588
负债股东权益总计	1,070	1,289	1,712	1,756	1,968

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	102	175	398	355	416
所得税支出	-16	-24	-57	-51	-59
折旧和摊销	14	16	15	16	17
营运资金的变化	-2	-118	-308	11	-38
其他经营现金流	-10	8	7	-12	-13
经营现金流合计	89	58	55	319	323
资本支出	-33	-66	-9	-9	-9
投资收益	14	11	10	12	11
其他投资现金流	34	74	0	0	0
投资现金流合计	15	19	1	3	2
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	32	20	90	-90	0
股息支出	-69	-50	-78	-195	-168
其他融资现金流	-64	-12	1	3	7
融资现金流合计	-101	-42	14	-283	-161
现金及现金等价物净增加额	3	35	70	39	163

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	-9.84%	54.34%	69.86%	-2.70%	8.53%
营业利润增长率	-19.82%	73.48%	127.06%	-10.76%	17.19%
净利润增长率	-20.50%	73.27%	125.66%	-10.73%	17.30%
毛利率	36.97%	41.28%	43.70%	39.94%	41.91%
EBITDA Margin	21.63%	23.08%	29.47%	27.14%	28.85%
净利率	16.39%	18.40%	24.45%	22.43%	24.24%
净资产收益率	9.62%	14.81%	26.55%	21.82%	22.53%
总资产收益率	8.21%	11.81%	20.07%	17.47%	18.29%
资产负债率	14.74%	20.29%	24.58%	20.31%	19.27%
所得税率	15.46%	13.54%	14.35%	14.45%	14.11%
股利支付率	56.84%	50.99%	56.85%	54.90%	54.25%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

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；韩国市场以科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 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。