

机械行业

吉鑫科技 (301218)

公司研究报告

评级: 无评级 首次 发行区间: 22.5-26.8 元/股

收盘价 (元)

目标价 (元)

国内最大的风电铸件企业

市场数据

52 周最高/最低(元)

市净率

总股本(百万)

45080

流通 A 股(百万)

5080

流通 B 股/H 股 (百万)

-/-

总市值 (百万元)

流通 A 股市值 (百万元)

相对股价表现

相关研究

机械行业研究小组

联系人

蔡奕

8621-68761616-8563

caiyi@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

投资要点:

- **吉鑫科技是国内最大的风电铸件生产企业。**公司2010年销售收入达20亿元，净利润3.1亿元。公司主要产品为兆瓦级大型风力发电机组用轮毂、底座、轴及轴承座、梁等铸件产品。公司目前风电铸件铸造能力达14万吨，机加工能力10万吨。根据中国农业机械工业协会风力机械分会提供的数据，公司是全国乃至全球规模最大的风电铸件生产企业。风电铸件国内市场占有率约65%、国际市场占有率约20%。
- **风电铸件市场潜力较大。**2010年到2014年，风电铸件每年新增的国际市场需求量预计约为55万吨、66万吨、77万吨、88万吨、96万吨，未来5年合计将有约382万吨的市场容量。未来较长时期内，世界风电新增装机容量还将继续保持快速增长。
- **风电铸件进入门槛较高。**风电铸件属于高端铸件，由于风力发电设备工作环境和条件较为恶劣，风电铸件的材质性能与一般铸件相比需要满足特殊要求，产品质量要求很高，具有较高的技术门槛，从掌握生产工艺并形成批量稳定的生产能力需要较长时间，生产能力扩张时还需要大量资金和专业工人。此外，国内外风电整机企业在选择铸件配套供应商时，一般均需对铸件企业进行十分严格的认证和筛选，周期较长，在先行进入的铸件制造企业已经与下游风电整机厂结成战略合作伙伴的情况下，后进入者要打开市场难度较大。
- **公司技术实力较强：**吉鑫风能的研发水平较竞争对手领先 3 到 5 年。2.5MW 到 3MW 铸件已经实现批量生产，市场占有率达 70%。3.6MW 和 5MW 风电铸件产品已经处于中试阶段。
- **盈利预测及估值分析。**我们预计2011年，2012年，2013年公司的EPS为0.85，1.14和1.43元。吉鑫科技本次发行价格区间为22.50元/股-26.80元/股。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1583	2011	2470	3255	4041
收入增幅 (%)	27.81%	27.05%	22.80%	31.79%	24.13%
净利润	331	311	408	571	719
净利增幅 (%)	110.18%	-4.91%	31.06%	39.86%	25.88%
毛利率 (%)	35.01%	29.21%	27.97%	28.37%	28.32%
ROE (%)	30.80%	31.80%	23.60%	13.25%	13.40%
摊薄 EPS (元)	0.73	0.69	0.85	1.14	1.43

正文目录

1、基本情况	4
1.1、公司基本情况和股权构成	4
1.2、公司主要发展历程	5
1.3、公司主营收入构成	5
2、行业情况	7
2.1、风电资源仍有较大市场空间	7
2.2、风电铸件行业进入门槛较高	10
2.3、风电铸件产量吉鑫独大	10
2.4、风电铸件行业下游议价能力有待提高	12
2.5、风电铸件行业较易受上游原材料价格波动影响	13
2.6、产品升级吉鑫占据领先地位	14
3、公司情况	15
3.1、公司产品市场占有率较高	15
3.2、技术实力较强	16
3.3、国内仍为吉鑫风电铸件主要市场	17
3.4、主要财务指标	18
4、募投项目	19
4.1、年产 8 万吨 2.5MW 以上风电大型铸件扩建项目	20
4.2、年产 2000 套风电主齿轮箱部件项目	20
4.3、大功率风电机组关键零部件工程技术研发中心项目	22
5、估值	22
5.1、同类估值比较	22
5.2、财务数据预测	23
6、主要风险	25

图表目录

图 1: 吉鑫科技发行前股权结构	4
图 2: 吉鑫科技主营产品介绍	5
图 3: 公司 2010 年销售收入达 20 亿元, 过去三年复合增速达 27.4%	6
图 4: 2010 年, 公司 EBITDA 达 4.5 亿元, 过去三年复合增速达 42.8%	6
图 5: 2010 年, 轮毂占公司主营收入最大	7
图 6: 变桨轴承毛利率最高, 其他产品毛利都在 30%左右	7
图 7: 原材料为公司主要制造成本, 共占主营成本 53%	7
图 8: 2010 年, 我国装机容量达 18928MW, 同比增加 37%	8
图 9: 2010 年, 我国主要新增风电装机市场仍在华北及东北区域	9
图 10: 2009 年, 吉鑫科技风电铸件产量遥遥领先	12
图 11: 吉鑫轮毂、底座、轴和轴承座销售单价逐年下滑	12
图 12: 2010 年, 轮毂、底座、轴和轴承座毛利率下滑较为明显	12
图 13: 主要原材料价格波动较大, 其中生铁波动性最大	13
图 14: Mysteel 钢铁指数显示 2009 年后, 钢材价格缓慢上升, 同时波动性仍较强	13
图 15: 吉鑫 2.5MW 以上产品增速较快, 1.5MW 以下产品收入持续萎缩	14
图 16: 08 年和 09 年吉鑫科技销量增速快于全球行业平均值	15
图 17: 2010 年, 吉鑫科技国内销量增速快于行业平均值	15
图 18: 吉鑫科技国内市场占有率估算约 43%, 国外市场占有率约 16%	16
图 19: 国内市场为吉鑫科技近年高速增长的主要动力	17
图 20: 欧美地区出口毛利率较高	17
图 21: 2010 年, 吉鑫科技 EBITDA 达 4.4 亿元, EBITDA 率略有下降	18
图 22: 吉鑫科技三项费用率情况	18
图 23: 吉鑫科技现金流情况	18
图 24: 吉鑫科技资产负债及利息保障情况	18
图 25: 吉鑫科技流动比和速动比	18
图 26: 吉鑫科技应收账款和存货周转情况	18
 表格 1: 吉鑫科技主要发展历程	5
表格 2: 2015 年, 我国主要风电基地年均装机容量预计将增加 200%	9
表格 3: 下游风电整机生产企业集中度逐步提高	10
表格 4: 吉鑫 3.6MW 及 5MW 风电铸件已经进入试生产阶段	16
表格 5: 2010 年公司研发费用占收入比达 3.4%	17
表格 6: 毛利率历年变化情况	19
表格 7: 2011 年预计募集投资 2.5MW 以上铸件扩产项目可达产 6 万吨	19
表格 8: 募集资金投资进度	19
表格 9: 2010 年-2014 年全球风电铸件市场需求预测	20
表格 10: 2009-2013 年中国风电齿轮箱产量及预测	21
表格 11: 同类公司估值比较	22
表格 11: 财务预测表 1	23
表格 12: 财务预测表 2	24

1、基本情况

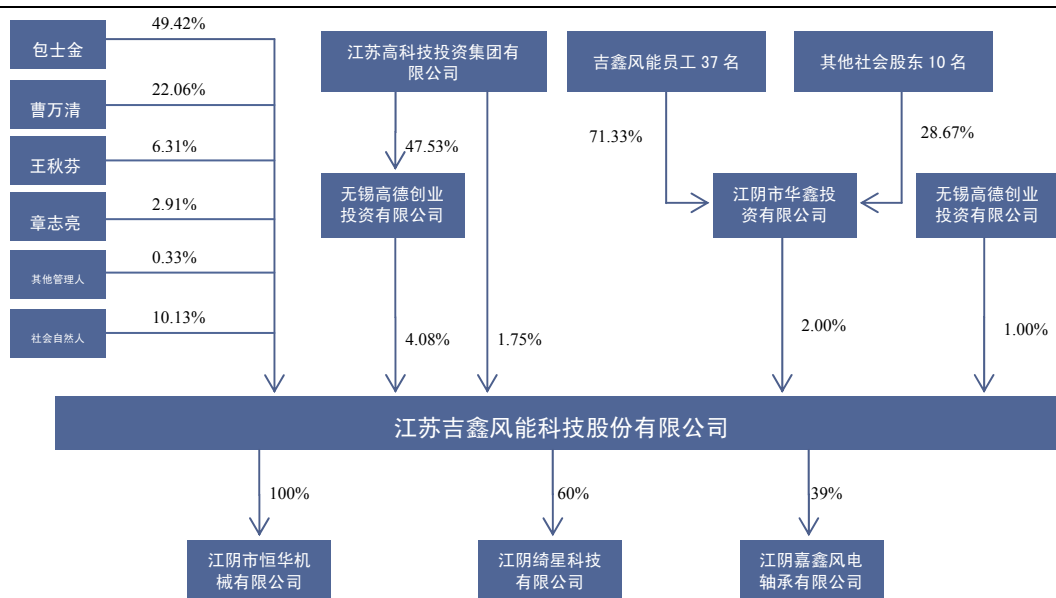
1.1、公司基本情况和股权构成

江苏吉鑫风能科技股份有限公司位于江苏省江阴市，是一家拥有自主知识产权，集研发、生产、销售于一体的专业大型风力发电机组零部件企业，公司为高新技术企业，目前主要产品为兆瓦级大型风力发电机组用轮毂、底座、轴及轴承座、梁等铸件产品。公司 2010 年风电铸件铸造能力达 14 万吨，机加工能力 10 万吨。根据中国农业机械工业协会风力机械分会提供的数据，公司是全国乃至全球规模最大的风电铸件生产企业。风电铸件国内市场占有率约 65%、国际市场占有率约 20%。根据中国铸造协会 2010 年 5 月公布的“全国首届铸造行业综合百强”名单，公司位列铸造行业综合排名第九位，并位居铸造行业铸铁分行业排名第一位。

公司产品系列齐全，产品规格涵盖 600KW、750KW、1MW、1.25MW、1.5MW、1.65MW、2MW、2.1MW、2.5MW、3MW 系列等几十种风电铸件产品。公司已与国内风电整机龙头企业金风科技、华锐风电、东方汽轮机、湘电风能、上海电气以及美国 GE、印度 Suzlon、日本制钢所等世界著名风电设备制造商建立了长期、稳定的合作关系。

吉鑫风能科技主要控股股东为公司主要创始人，包士金先生。2003 年 12 月，包士金先生作为主要股东创办了江阴市吉鑫机械有限公司，发行前持有公司 49.4163% 的股份。公司此次上市发行 5080 万股，发行后总股本 45080 万股，发行的股份占发行后总股本的比例为 11.27%。

图 1：吉鑫科技发行前股权构成



资料来源：招股说明书

1.2、公司主要发展历程

吉鑫科技成立于 2003 年底，公司成立之初，采取了“领先一步”的技术研发策略。国内许多风电企业的技术研发路线是：先引进国外的技术消化吸收，继而共同研发，最后走向自主创新。吉鑫科技成立初期，则直接跨到第二步，与挪威著名的集成商 Vestas 进行共同研发，虽然只是以参与为主，但这种共同研发的策略保证公司能方便地申请属于自己的知识产权。2005，2006，2007 和 2008 年，公司风电铸件的产量以每年 100% 的增速扩张。在研发上，公司也已经完成了海上 5 兆瓦风电铸件的研制。

表格 1：吉鑫科技主要发展历程

2003 年 12 月	有限公司成立，注册资本 100 万元
2004 年 7 月	吉鑫公司破土动工。
2005 年 1 月	铸造一期工程竣工投产。全年生产大型风电零部件 1 万吨
2006 年	生产大型风电零部件 2 万吨
2007 年 4 月	铸造二期工程投产典礼。全年生产大型风电零部件 4 万吨
2007 年 8 月	公司顺利通过船级社“ISO9000:2000, ISO14001:2004, OHSMS1800”三体系认证。
2007 年 12 月	公司《MW 级风电机组用轮毂等关键部件的研发和规模化生产及标准制订》项目被列为江苏省科技成果转化专项资金项目。
2008 年 6 月	江阴市吉鑫风能材料研究所成立。全年生产大型风电零部件 9 万吨
2008 年 10 月	公司以 92.5 的高分通过“江苏省高新技术企业”的复评。
2009 年 12 月	江阴吉鑫风能大功率风电部件铸造基地正式竣工投产。全年产量 12 万吨。
2010 年 8 月	国内首套 5 兆瓦海上风电机组用关键零部件研制成功

资料来源:公司网站、公开资料

1.3、公司主营收入构成

吉鑫科技主要为兆瓦级风电机组提供轮毂、底座、轴及轴承座、梁等风电铸件产品，其中风电铸件涵盖从 600KW 到 3MW 的各种规格。2010 年，公司轮毂收入达 9.4 亿元，底座收入达 5.3 亿元，轴和轴承座 3.8 亿元。这三项产品占公司主营收入的 94%，其中增速最快的是轴和轴承座产品，09 年和 10 年的销售收入增速达 88.6% 和 67.4%。从产品的毛利率情况来看，变桨轴承毛利率最高。变桨轴承主要是吉鑫科技的参股公司嘉鑫轴承负责生产和销售的。吉鑫科技持有嘉鑫轴承 39% 的股权。

图 2：吉鑫科技主营产品介绍

项目	产品类别	产品图示	主要用途
吉鑫科技	轮毂		轮毂是将叶片或叶片组固定到转轴上的装置，是连接叶片与发电机转动轴的重要零件，它承受风力作用在叶片上的推力、剪力、扭矩、变矩及陀螺力矩。轮毂的作用是将叶片所受的力和力矩传递到发电机上，从而将叶片上的载荷传递到底座或塔架上。

底座



底座是在水平轴风力发电机组顶部包容电机、传动系统和其它装置的重要部件，是大功率风力发电机的大型、复杂件，是若干零部件的载体，在机体运行中不仅要承受数以百吨计的机组重量，还要承受复杂、多变的风机运转所产生的载荷。

轴套



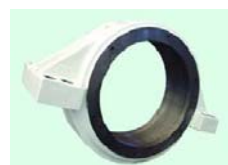
轴是连接轮毂与齿轮箱的关键部件，它在风力发电机组中为悬臂梁结构，不但要承受发电机和叶片、轮毂的重量，还要承受风力作用在叶片上的推力、扭矩、变矩及陀螺力矩。

梁



梁是用来支撑发电机的装置，承受发电机的重力

轴承座



轴承座是支撑、固定轴的装置，承受轴带来的推力。

嘉鑫轴承

变桨轴承



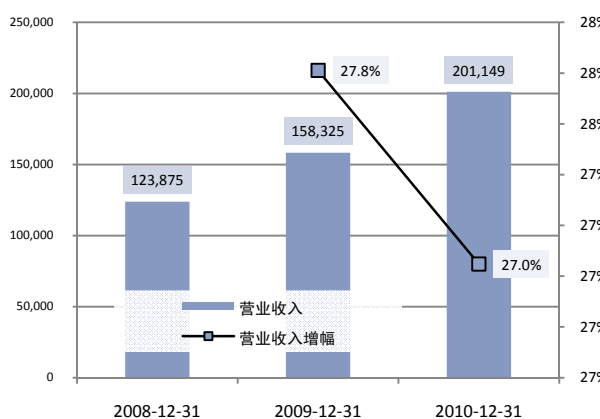
变桨轴承链接叶片法兰和变桨电机之间的齿轮啮合装置，主要作用是将变桨电机的扭矩传递给叶片法兰实现变桨功能。

资料来源：公司年报，德邦证券研究所

图 3：公司 2010 年销售收入达 20 亿元，过去三年复合增速达 27.4%

吉鑫科技销售收入情况

单位：万元

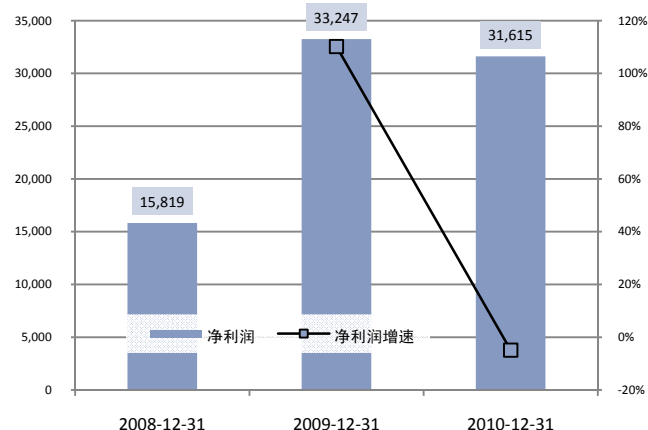


资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 4：2010 年，公司净利润达 3.1 亿元，过去三年复合增速达 41%

吉鑫科技净利润及增速

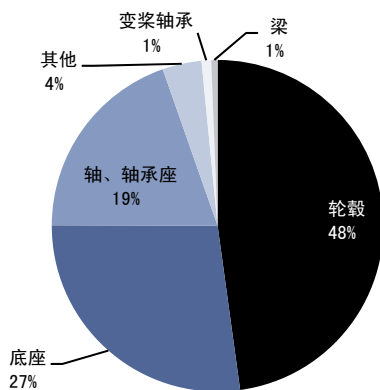
单位：万元



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 5：2010 年，轮毂占公司主营收入最大

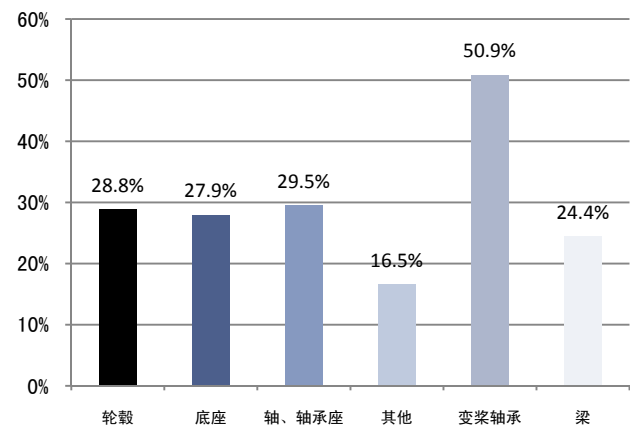
公司分行业销售收入构成



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 6：变桨轴承毛利率最高，其他产品毛利都在 30%左右

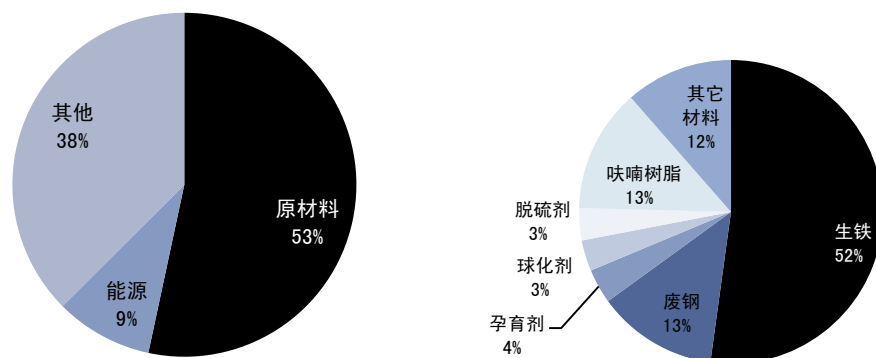
各主营产品毛利率情况



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 7：原材料为公司主要制造成本，共占主营成本 53%

公司主营产品成本构成（左）、原材料成本构成（右）



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

2、行业情况

2.1、风电资源仍有较大市场空间

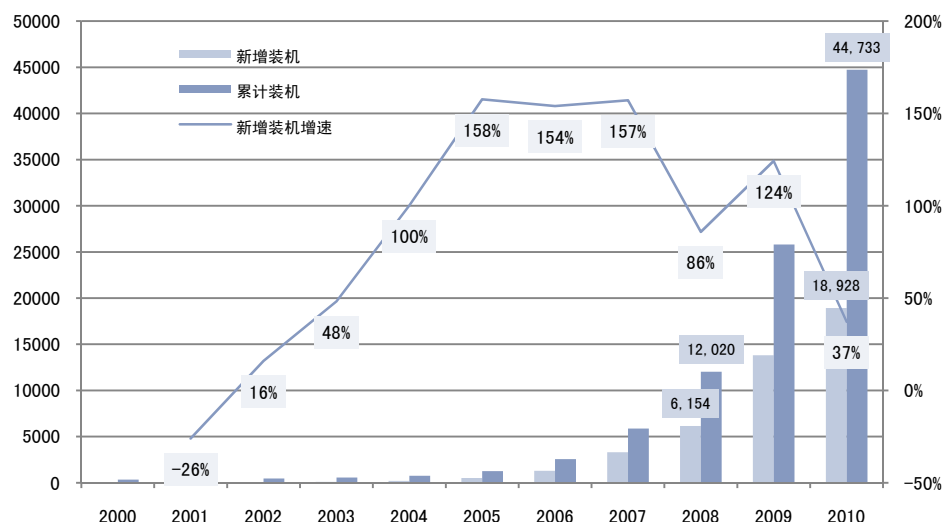
根据第三次全国风能资源调查的数据，我国包括陆地和海洋在内的可利用风能资源达 700~1200GW。和全球其他国家相比，我国的风能资源和美国相当。超过印度、德国、西班牙。我国的风电资源具有明显的区域性，风能资源主要集中在内蒙古，河北以及我国的西北、东北以及东南沿岸。

我国在风电装机容量从2006年到2009年，每年的增速均超过100%。2010年，我国新增风电装机容量18927MW，超过美国，成为全球最大的风电市场。截止至2010年，我国风电累计装机容量达44.7GW。

图 8：2010 年，我国装机容量达 18928MW，同比增加 37%

我国新增装机容量

单位：GW



资料来源：德邦证券研究所

2009年，我国风电投资超过200亿美元。仅2010年第三季度，我国风电新增投资项目占全球的一半。根据我国《新能源产业发展规划》的预计，到2010年，我国累计风电装机容量将达200GW，发电440TWh。从长期来看，我们认为到2020年以后随着化石燃料资源减少，成本增加，风电则具备市场竞争能力，会发展得更快。2030年以后水能资源大部分也将开发完，近海风电市场进入大规模开发时期，风电装机容量将会超过1亿kW。

在整个风电产业投资中，风电整机构成了主要成本，占风电场造价60%~70%，部分国内风电场的设备成本比例甚至达到了85%，而电气设备、基础设备、输电设备与地价款仅占风电场造价很小一部分。风电铸件是风力发电设备的重要部件，包括装置叶片的轮毂、齿轮箱体、机械台架和底座构件等，约占整机成本的10%。1~2MW的机组需15t风电铸件，4.5MW风力发电机组需35~50t风电铸件。

风电设备铸件行业的发展主要由下游行业的需求拉动。在全球化市场格局下，风电设备铸件的市场容量由全球风电整机制造企业的采购总需求决定，与全球风电新增装机容量的变化呈正相关。2005年前后全球风电行业进入快速增长期，风电设备铸件的市场容量也随之迅速扩张。2006年全球风电设备铸件的整体市场容量为39.8万t，2007年达到54.2万t，同比增长36.18%，2008年这一数字增长至60.8万t，同比增长12.18%。根据BTM咨询公司的预测数据，以每MW风电机组需要配套15吨铸件为依据保守测算，2010年到2014年，风电铸件每年新增的国际市场需求量分别约为55万吨、66万吨、77万吨、88万吨、96万吨，未来5年合计将有约382万吨的市场容量。未来较长时期内，世界风电新增装机容量还将继续保持快速增长，因此风电铸件的国际市场需求长期仍将保持在较高的增长水平。

表格 2：2015 年，我国主要风电基地年均装机容量预计将增加 200%

我国主要风电基地年均装机规划

单位：MW

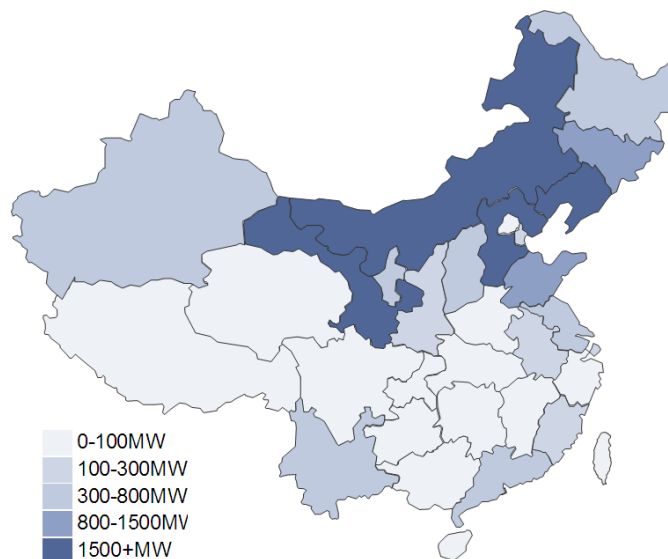
风电基地	2010 (installed)	2015 (planned)	2020 (planned)
河北	4,160	8,980	14,130
内蒙古东部	4,211	13,211	30,811
内蒙古西部	3,460	17,970	38,320
吉林	3,915	10,115	21,315
江苏	1,800	5,800	10,000
甘肃	5,160	8,000	12,710
新疆	0	5,000	10,800
Total	22,706	69,076	138,086

资料来源：CWEA，德邦证券研究所

图 9：2010 年，我国主要新增风电装机市场仍在华北及东北区域

我国新增装机容量地区分布

单位：GW



资料来源：德邦证券研究所，CWEA

表格 3：下游风电整机生产企业集中度逐步提高

我国新增装机容量

2010 年新增				累计装机			
序号	制造商	装机容量 (MW)	市场份额	序号	企业名称	装机容量 (MW)	市场份额
1	华锐	4386	23.2%	1	华锐	10038	22.4%
2	金风	3735	19.7%	2	金风	9078.85	20.3%
3	东汽	2623.5	13.9%	3	东汽	5952	13.3%
4	联合动力	1643	8.7%	4	Vestas	2903.6	6.5%
5	明阳	1050	5.5%	5	联合动力	2435	5.4%
6	Vestas	892.1	4.7%	6	Gamesa	2424.3	5.4%
7	上海电气	597.85	3.2%	7	明阳	1945.5	4.3%
8	Gamesa	595.55	3.1%	8	GE	1167	2.6%
9	湘电风能	507	2.7%	9	湘电风能	1089	2.4%
10	华创风能	486	2.6%	10	上海电气	1073.35	2.4%
其他		2029.09	10.80%	其他		4876.43	11.0%
总计		18927.99	100%	总计		44733.29	100%
CR4		65.5%		CR4		62.5%	
CR8		82.0%		CR8		80.2%	

资料来源：CWEA，德邦证券研究所

华鑫科技国内主要客户为华锐风电、金风科技、东方汽轮机、国电联合、湘电风能等风电设备企业，均为国内风电市场的领先企业，国内前10名整机厂基本都是公司客户。公司国际客户主要为美国GE，印度Suzlon。如果国内风电整机生产企业集中度向华锐和金风等领头羊靠拢，吉鑫风电可能因此受益。

2.2、风电铸件行业进入门槛较高

风电铸件属于高端铸件，由于风力发电设备工作环境和条件较为恶劣，风电铸件的材质性能与一般铸件相比需要满足特殊要求，产品质量要求很高，具有较高的技术门槛，从掌握生产工艺并形成批量稳定的生产能力需要较长时间，生产能力扩张同时还需要大量资金和专业工人。此外，国内外风电整机企业在选择铸件配套供应商时，一般均需对铸件企业进行十分严格的认证和筛选，周期较长，在先行进入的铸件制造企业已经与下游风电整机厂结成战略合作伙伴的情况下，后进入者要打开市场难度较大。

2.3、风电铸件产量吉鑫独大

国际风电铸件企业主要集中在中国、欧洲和拉美，行业集中度较高，已形成一批工艺技术水平高和规模大的大型企业，但国外风电铸件企业一般生产规模不大，目前欧洲最大的风电整机制造商Vestas下属铸件配套厂产能约5~6万吨。世界风电行业特别是亚洲地区风电的高速发展、产业链跨国转移等因素，促使很多国内企业积极进入风电整机及相关零部件制造领域，国内铸件企业的数量随之也在逐步扩大，产能不断增长。目前国内规模较大铸件企业主要有两类，一类是依托原有注塑机、柴油机、车床等领域铸造

基础和技术进入风电市场的企业；另一类是引进吸收并自主开发风电铸件技术，进入风电铸件行业的专业生产企业。

我国主要风电铸造企业如下：

● **大连华锐重工铸钢股份有限公司**

华锐铸钢主要为国内重大装备制造业提供大型高端铸件，形成电站用铸件、船用铸件、重型机械铸件三大系列产品，2009年风电铸件产量约3万吨。

● **无锡桥联风电科技有限公司**

无锡桥联风电科技有限公司成立于2006年，是一家专业从事风电铸件的研发、设计、制造和营销的港资独资企业。公司现有员工1000人，工程技术人员300人，其中高级工程师36人。目前具备铸造1.5MW到2.4MW风电轮毂、底座、横梁、轴承座生产线，2009年风电铸件产量约3万吨。

● **浙江佳力风能技术有限公司**

浙江佳力风能技术有限公司（原杭州申达铸造有限公司）隶属于浙江佳力科技集团，成立于1993年，座落在杭州市萧山区瓜沥工业园区内，占地面积5万平方米，是一家专业的风电设备铸件生产企业，2009年风电铸件产量达1.5万吨。

● **宁波日月铸造有限公司**

宁波日月铸造有限公司是宁波日月集团有限公司的下属企业，是一家专业从事金属铸件、机械配件的制造加工和经营业务的大型机械铸造企业，目前以注塑机球铁铸件、大功率柴油机铸件、风力发电机系列铸件、加工中心床身铸件等为主导产品，2009年风电铸件产量约1.2万吨。

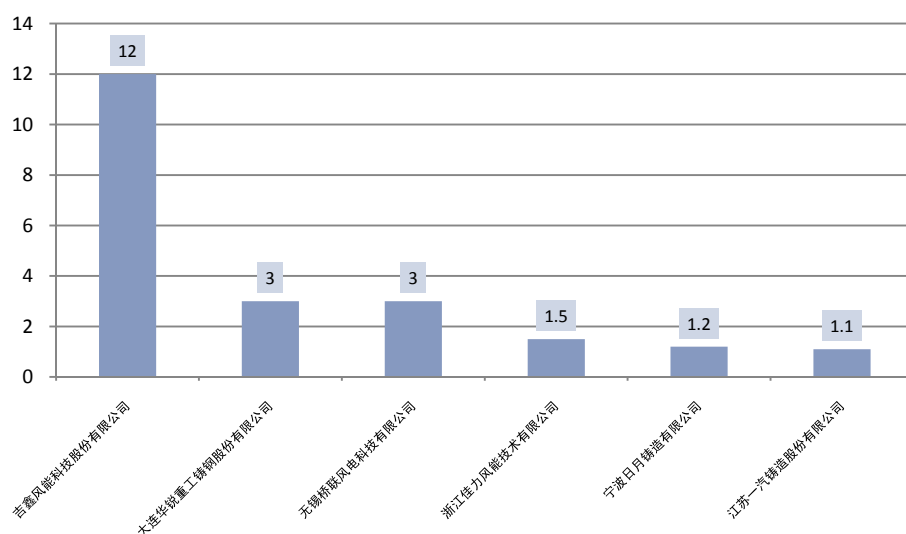
● **江苏一汽铸造股份有限公司**

江苏一汽铸造股份有限公司前身为创建于1943年的一汽无锡柴油机厂铸造厂。一汽铸造是国内最早进入风电铸锻件市场的企业，其“FAW”品牌风电铸锻件产品行业认知度较高，目前主要有两个生产基地，一是柴油机铸件生产基地，称一分厂；二是以生产风电铸件为主的二分厂，其产品出口比例较高，主要客户包括日本三菱重工、美国GE等风电设备厂商，2009年风电铸件产量约1.1万吨。

图 10：2009 年，吉鑫科技风电铸件产量遥遥领先

2009 年，风电铸件主要生产企业产量

单位：万吨



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

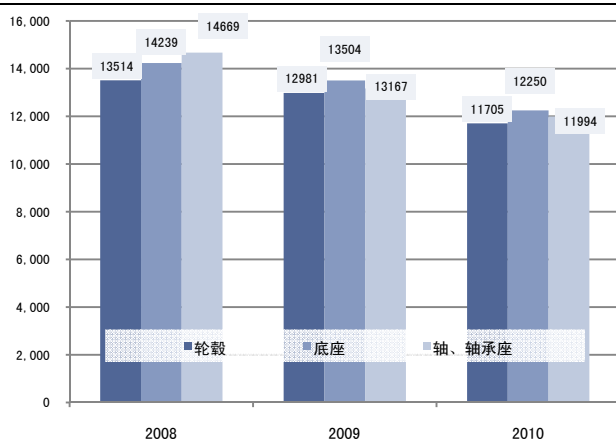
2.4、风电铸件行业下游议价能力有待提高

2004年时，我国风电制造企业不到6家，短短的“十一五”期间，我国风电制造企业已经80多家。在2007年时，每千瓦利润约7000元。到2010年年底，每千瓦利润降至约3700元。下游企业生产能力逐渐过剩。2010年，我国新增风电装机容量增速从2009年的124%降为37%，增速下滑明显。因此，我国风电整机行业已进入全面竞争阶段，整机企业的毛利率在逐步回落，未来几年，下游对铸件供应商存在一定的降价诉求。

图 11：吉鑫轮毂、底座、轴和轴承座销售单价逐年下滑

吉鑫科技主营产品销售单价

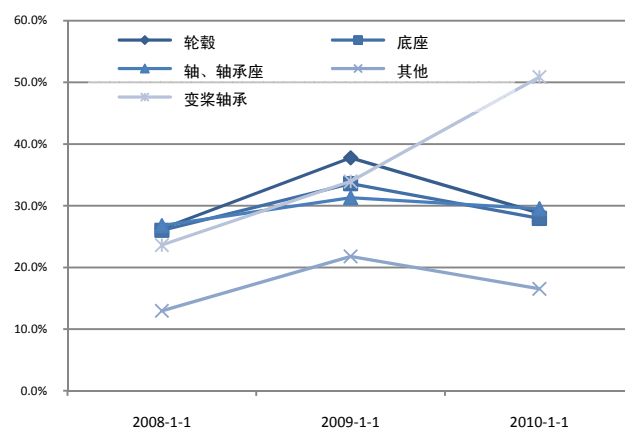
单位：元/吨



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 12：2010 年，轮毂、底座、轴和轴承座毛利率下滑较为明显

吉鑫科技各主营产品毛利率情况



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

2.5、风电铸件行业较易受上游原材料价格波动影响

公司生产所需的主要原材料为生铁和废钢，辅助材料包括呋喃树脂、孕育剂、球化剂、脱硫剂等。生铁占成本比重最高，达29.8%，废钢占7.3%。报告期内，公司原材料价格波动明显。以生铁为例，2008年，公司平均采购单价为4354元/吨，2009年，下滑至2748元/吨，下滑幅度达58.9%。2010年，生铁价格攀升至3273元，同比上涨20%。

为有效规避重要原材料价格波动的风险，吉鑫采取了如下措施：

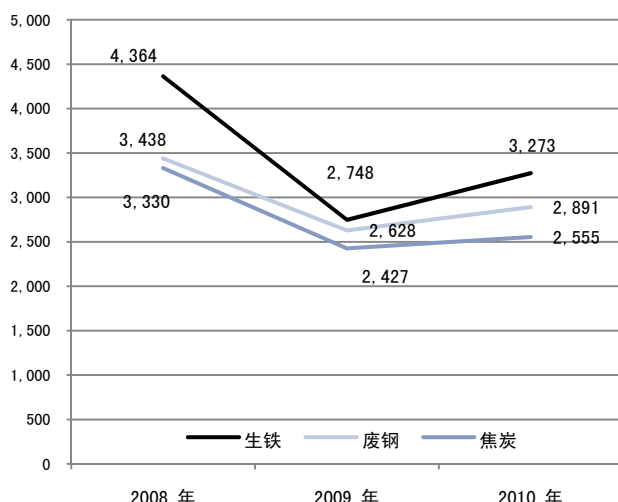
- 加强采购环节管理，降低采购成本。公司业务规模扩张较快，采购优势日益突出，对供应商的议价能力增强。
- 优化工艺，降低物耗水平，工艺出品率逐年提高，合格品率保持在较高水平，废品率较低，减轻了材料价格上涨带来的成本压力。
- 在销售合同执行期内，原材料价格出现大幅波动，则经过双方协商一致对产品价格进行调整。

虽然吉鑫科技采取了一定原材料价格管理措施，但下游议价能力有限，上游原材料价格波动依然对公司主营成本造成较大影响。

图 13：主要原材料价格波动较大，其中生铁波动性最大

各主要原材料采购单价

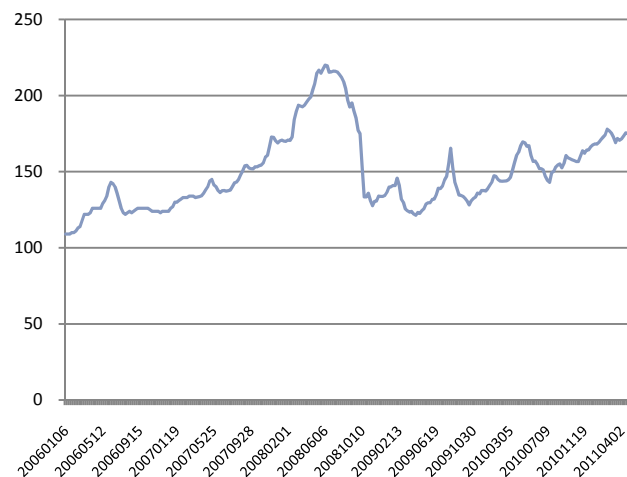
单位：元/吨



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 14：Mysteel 钢铁指数显示 2009 年后，钢材价格缓慢上升，同时波动性仍较强

我的钢铁网-钢铁价格指数



资料来源：德邦证券研究所

2.6、产品升级吉鑫占据领先地位

近年来，国内风电机组的单机容量持续增大。新安装的机组平均单机容量从2005年的849.7KW增长到2009年的1.36 MW。MW级风电机组已成为国内风电市场中的主流机型。随着单机容量不断增大和利用效率提高，我国主流机型已经从2005年的600~1,000KW转变到2008年的750~1,500KW，2009年安装的风电机组中1.5MW占总装机数量的67.05%。2008年我国陆地风电场安装的最大风电机组为2MW，2009年国内华锐风电、金风科技生产的3MW整机已投入运营，2010年华锐风电、金风科技等多家企业都在开发5MW及以上风电设备。

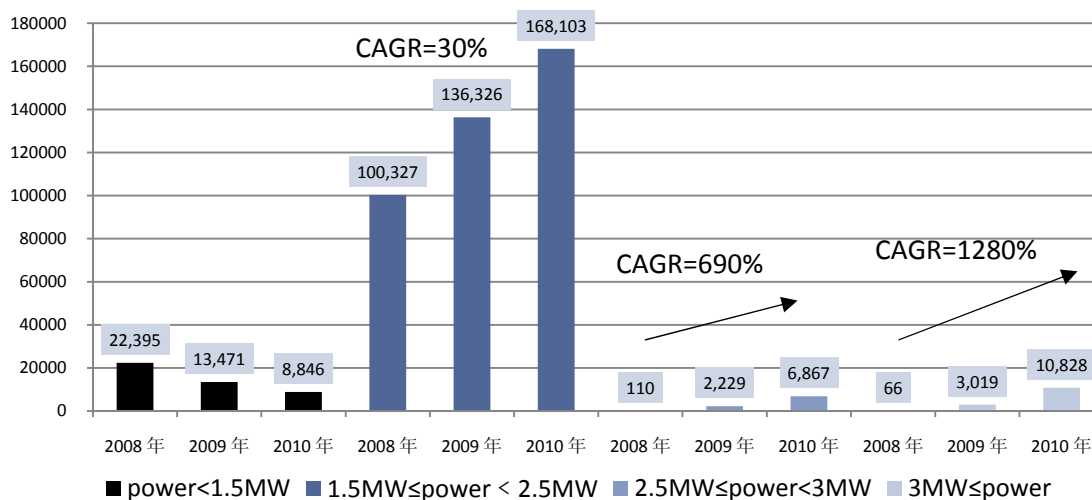
随着我国风电技术的发展，以及我国风电整机产能逐渐供大于求的影响，未来风电产品升级速度可能加快，主要体现在主要风电整机市场由1.5MW到2.5MW逐步提升到2.5MW以上。目前，我国风电研发实力较国外仍然落后，整机生产企业较为分散，缺乏大型风电机组的研发能力。根据国务院38号文，我国原则上不再鼓励2.5MW以下风电整机的研发和生产。未来向2.5MW以上产品的升级可能会淘汰一部分中小型企业。

在风电铸件领域，随着单机容量的增大，风力发电机组相关铸件的吨位和壁厚也随之增大，例如2MW底座的单件重量就达到14吨。吨位和壁厚的增长对生产技术而言并非单纯的数量变化，大兆瓦级别的风电铸件对产品设计、材料选择、制造工艺和生产过程控制方面都提出了更高的要求。吉鑫风能研发水平较竞争对手领先3到5年。2.5MW到3MW铸件已经实现批量生产，市场占有率达70%。3.6MW和5MW风电铸件产品已经处于中试阶段。

图 15：吉鑫 2.5MW 以上产品增速较快，1.5MW 以下产品收入持续萎缩

吉鑫科技各产品结构收入情况

单位：万元



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

3、公司情况

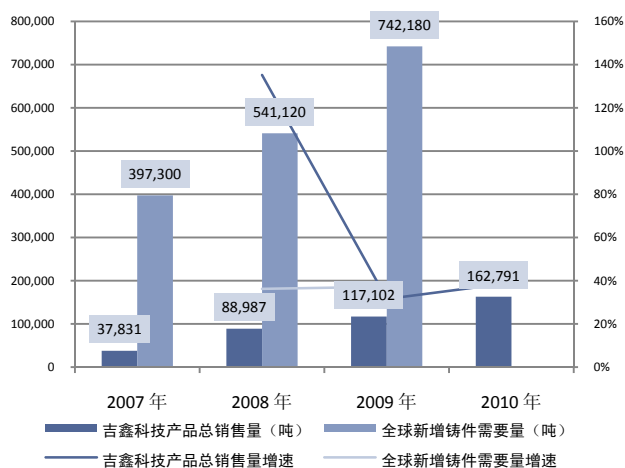
3.1、公司产品市场占有率较高

公司已与全球前十大风电整机厂商中的美国GE、印度Suzlon、华锐风电、金风科技等建立了战略合作关系，成为其轮毂和底座的配套供应商，并为国内外其它主要风电整机厂商供应铸件产品。根据中国铸造协会和《铸造技术》杂志社2010年5月公布的“全国首届铸造行业综合百强”名单，公司位列铸造行业综合排名第九位，并位居铸造行业铸铁分行业排名第一位。

图 16：08 年和 09 年吉鑫科技销量增速快于全球行业平均值

各主要原材料采购单价

单位：吨



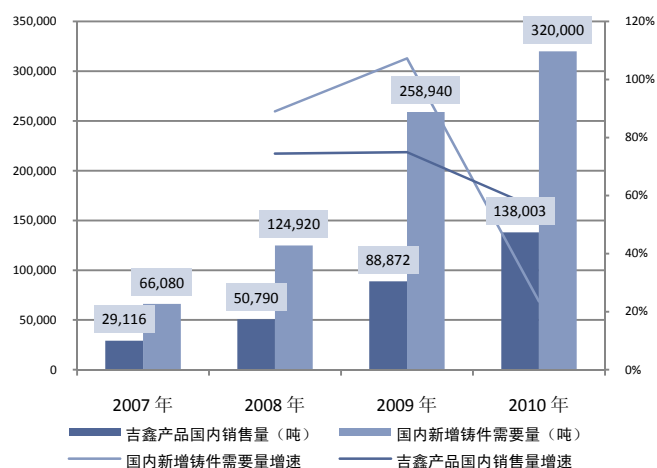
说明：数据按每 MW 新增风电装机容量耗用 20 吨风电铸件产品进行保守估算。此外，表中全球新增装机容量的预测数据包括我国。

资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 17：2010 年，吉鑫科技国内销量增速快于行业平均值

吉鑫科技产品国内销量情况

单位：吨

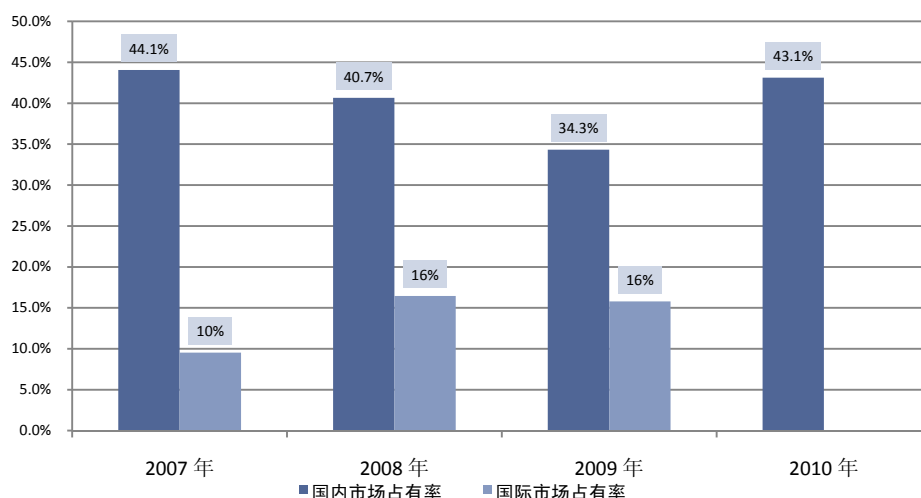


说明：数据按每 MW 新增风电装机容量耗用 20 吨风电铸件产品进行保守估算。此外，表中全球新增装机容量的预测数据包括我国。

资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 18：吉鑫科技国内市场占有率估算约 43%，国外市场占有率约 16%

吉鑫科技市场占有率情况



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

3.2、技术实力较强

经过近些年的不断积累、改进和完善，公司已完全掌握了MW级大功率风电铸件的生产工艺和技术，尤其是在大功率风电低温球铁件的材质研究、铸造工艺、无损探伤检测等方面拥有核心技术。自设立以来，公司已取得主要研发成果10余项，其中“大功率风力发电机铸态无镍低温球铁件的研制与开发”技术国内领先并达到国际先进水平，“无冷铁无冒口铸造大功率风电低温球铁件轮毂”、“无冷铁无冒口铸造大功率风电低温球铁件底座”技术为国内首创，并与世界著名的风电铸件生产企业Vestas同处国际领先水平。公司参与了“风力发电机组球墨铸铁件”国家标准的起草制定工作，该标准的制订将填补国内在大功率风电球铁件材料标准的空白。

表格 4：吉鑫 3.6MW 及 5MW 风电铸件已经进入试生产阶段

吉鑫科技目前主要研发情况

产品或技术	所处阶段
600KW、750KW、1MW、1.25MW、1.5MW、1.65 MW、2MW、2.1MW 系列风电机组相关铸件	大批量生产
2.5MW、3MW 系列风电机组相关铸件	大批量生产
研发 3.6MW 及 5MW 以上系列风电机组相关铸件	现处于试生产阶段
厚大断面球铁等新材料开发	基础研究
超厚部位无损探伤检测技术	基础研究

资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

表格 5：2010 年公司研发费用占收入比达 3.4%

吉鑫科技研发投入情况

单位：万元

项目	2008 年度	2009 年度	2010 年
研发费用（万元）	3986.8	5706.4	6807.5
营业收入（万元）	123875.0	158325.4	201148.6
研发费用占营业收入比例（%）	3.2%	3.6%	3.4%

资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

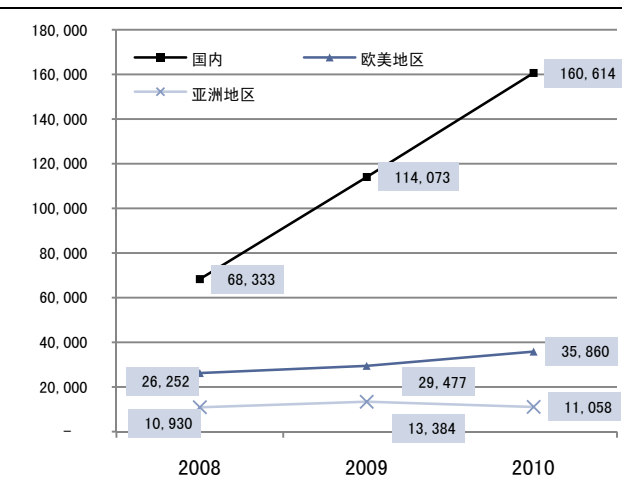
3.3、国内仍为吉鑫风电铸件主要市场

受国内风电投资高速增长的影响，吉鑫科技风电铸件产品国内业务增速较快，2008 年至 2010 年年均复合增速达 53%，占公司主营收入 81.75%。在出口方面，吉鑫出口增速虽然较慢，但出口到欧美地区的产品毛利率较高，2010 年达 45%，同期出口到亚洲其他地区的毛利仅 13.9%

图 19：国内市场为吉鑫科技近年高速增长的主要动力

吉鑫科技分地域销售收入

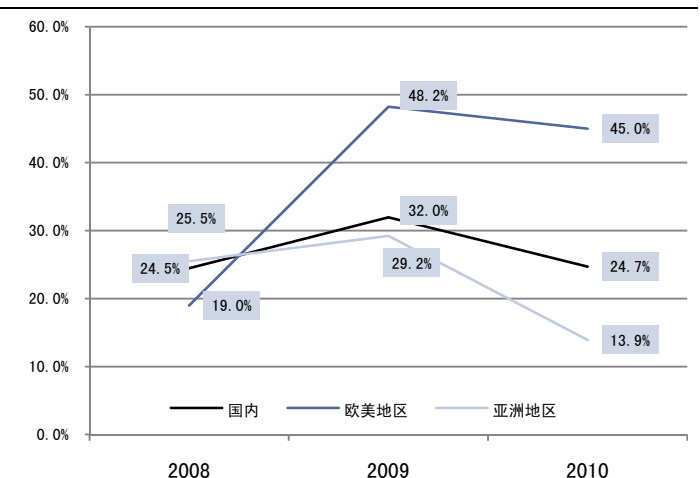
单位：万元



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 20：欧美地区出口毛利率较高

吉鑫科技分地域毛利率水平



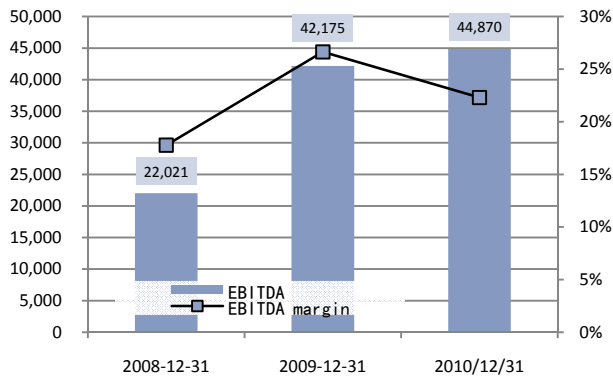
资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

3.4、主要财务指标

图 21：2010 年，吉鑫科技 EBITDA 达 4.4 亿元，EBITDA 率略有下降

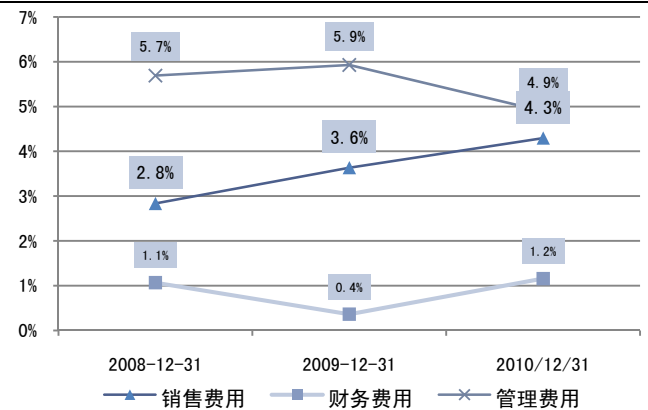
吉鑫科技分地域销售收入

单位：万元



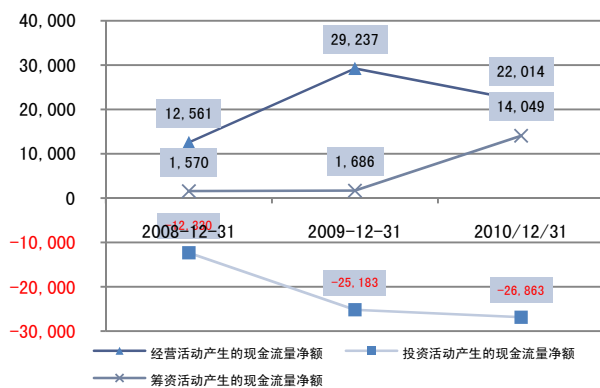
资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 22：吉鑫科技三项费用率情况



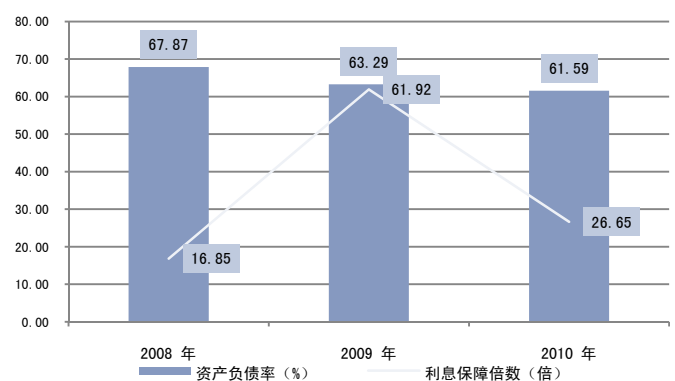
资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 23：吉鑫科技现金流情况



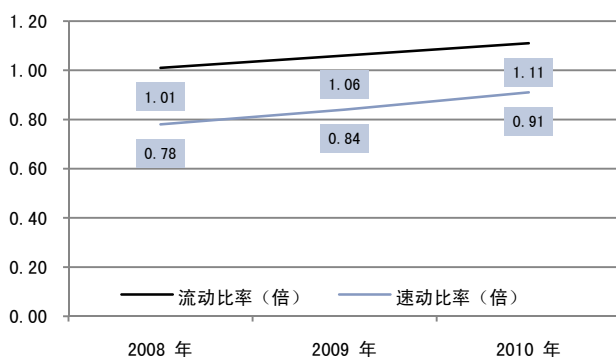
资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 24：吉鑫科技资产负债及利息保障情况



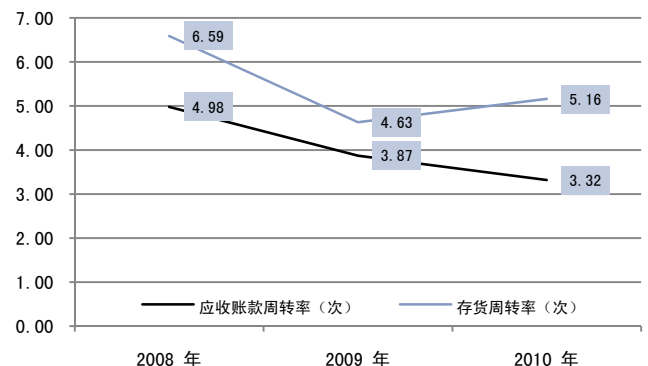
资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 25：吉鑫科技流动比和速动比



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 26：吉鑫科技应收账款和存货周转情况



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

表格 6：毛利率历年变化情况

分产品毛利率	2008/12/31	2009/12/31	2010/12/31
轮毂	26.3%	37.8%	28.8%
底座	26.0%	33.6%	27.9%
轴、轴承座	26.8%	31.3%	29.5%
其他	13.0%	21.8%	16.5%
变桨轴承	23.6%	33.9%	50.9%
梁		26.8%	24.4%
综合毛利率	25.5%	35.0%	29.2%

资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

4、募投项目

公司拟申请向社会公开发行不超过5,080万股人民币普通股（A股），发行股份募集的资金将按照轻重缓急投入以下三个项目，总投资额达12亿元。

表格 7：2011 年预计募集投资 2.5MW 以上铸件扩产项目可达产 6 万吨

序号	项目名称	投资总额 (万元)	整体达产后销 售收入(万元)	2011 年预计 达产产能	2012 年预计 达产产能
1	年产 8 万吨 2.5MW 以上风电大型铸件扩 建项目	91,880	104,000	6 万吨	8 万吨
2	年产 2000 套风电主齿轮箱部件项目	27,310	34,260		1500 套
3	大功率风电机组关键零部件工程技术研发 中心项目	4,950			
	合 计	124,140	138,260		

资料来源：招股说明书

表格 8：募集资金投资进度

序 号	项目名称	投资明细	募集资金投资进度（万元）			
			第一年	第二年	第三年	小计
1	年产 8 万吨 2.5MW 以 上风 电大型铸件扩建 项目	总投资	35,366	56,514	-	91,880
		固定资产投资	35,366	49,614	-	84,980
		铺底流动资金投资	-	6,900	-	6,900
2	年产 2000 套风电 主齿轮箱 部件项目	总投资	4,085	21,145	2,080	27,310
		固定资产投资	4,085	21,145	-	25,230
		铺底流动资金投资	-	-	2,080	2,080
3	大功率风电机组关键 零部件 工程技术研发 中心项目	总投资	4,950	-	-	4,950
		固定资产投资	4,950	-	-	4,950
		合计				124,140

资料来源：招股说明书

4.1、年产 8 万吨 2.5MW 以上风电大型铸件扩建项目

本项目达产后，将形成8万吨/年2.5MW及以上轮毂、底座等大型风电铸件铸造能力和6万吨铸件的机加工能力。由于公司近几年的快速发展和积累，在行业内具备了较强的竞争优势。截至2010年12月31日，公司尚未交货的在手订单共计超过7.39万吨。为彻底解决公司产能不足的问题，巩固和提升公司核心竞争优势，公司计划使用本次募集资金投资扩建2.5MW以上大功率铸件的铸造和加工能力，将巩固公司在大功率风电铸件领域的先发优势。

根据BTM咨询公司对2010年~2014年风电市场作出的预测，全球风电机组新增装机容量将从2010年的3,664万千瓦跃升到2014年的6,372万千瓦。采用BTM咨询公司的预测数据，以每MW风电机组需要配套15吨铸件（不含齿轮箱部件）为依据保守测算，则2010年到2014年间，轮毂、底座、轴等风电铸件每年新增的国际市场需求量分别约为55、66、77、88、96万吨，未来5年合计将有超过380万吨的市场容量，其中欧洲、美洲、亚洲的市场容量最大，具体到国家则将和其国内整体风电行业的发展相一致，即中国和美国的市场需求增长将最快。

本项目达产后，公司轮毂、底座、轴、梁、轴承座等的产能在目前基础上有了较大幅度的增加。根据BTM咨询公司对全球新增装机容量的预测数据测算，全球对风电铸件（不含齿轮箱部件）的需求2009年为46万吨，2012年将达到77万吨，年平均增长率为22.46%。按公司本项目投产后完全达产的铸件产能计算，公司2009年的产能为10万吨，2012年产能将达到16万吨，年平均增长率为20%。

表格 9：2010 年-2014 年全球风电铸件市场需求预测

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
美洲（万千瓦）	1045	1245	1620	1830	2110
欧洲（万千瓦）	1351	1590	1808	2015	2020
亚洲（万千瓦）	1030	1240	1340	1530	1710
太平洋经合组织国家（万千瓦）	135	160	190	225	245
其它地区（万千瓦）	104	147	181	252	287
各年新增装机容量（万千瓦）	3664	4382	5139	5852	6372
各年风电铸件需求（万吨）	55	66	77	88	96

资料来源：招股说明书

4.2、年产 2000 套风电主齿轮箱部件项目

项目围绕公司主营业务展开，利用公司在齿轮箱部件铸造领域以及铸件机械加工领域积累的技术和经验优势，将公司原有部分小功率铸造产能改造为齿轮箱部件专用铸造产能（年约2万吨），并投资扩建大功率齿轮箱箱体的精加工生产能力，实现年产2,000套齿轮箱部件的生产能力。此项目是公司现有铸件工序的延伸，利用公司在风电领域积累的客户资源优势，为公司丰富产品线，开辟新的利润增长点。

风力发电机组中的齿轮箱是一个重要的机械部件，其主要功用是将风轮在风力作用下所产生的动力传递给发电机并使其得到相应的转速。通常风轮的转速很低，远达不到发电机发电所要求的转速，必须通过齿轮箱增速作用来实现，故也将齿轮箱称之为增速箱。

齿轮箱通常占风电机组成本的15%左右，是风电机组核心零部件之一。齿轮箱箱体、行星架和扭力臂等风电铸件产品作为齿轮箱部件，主要应用于风电机组的主齿轮箱上，因此齿轮箱部件的发展与齿轮箱行业的发展直接相关，同时也与下游整机行业的发展趋势密不可分。

近年来随着国内风电行业的快速发展，我国齿轮箱生产企业的生产规模逐年稳步扩大，产能增长较快，已经形成较为成熟的分工体系，专业为国内整机厂商配套供应。国内的风电齿轮箱生产企业主要有两类，一类是从国家大型齿轮箱企业发展而来，如南高齿、重齿和杭前齿，其中前两者占国产化齿轮箱市场份额的80%~90%以上。此外，南高齿还与美国GE开展技术合作，联合开发生产风电齿轮箱，专为美国GE做配套。其他的企业还有二重重装、东力传动、大连重工近期也生产齿轮箱，用于整机的配套。

国内另一类风电齿轮箱生产企业主要是外资企业，如弗兰德机电传动（天津）有限公司、歌美飒风电（天津）有限公司、Winergy（中国）传动系统有限公司。

本项目拟生产为大功率风力发电机组配套的齿轮箱部件，包括齿轮箱体、扭力臂、行星架等零部件。根据BTM咨询公司的风电新增装机容量预测，按目前全球平均装机容量1.56MW进行折算，则2010年全球风电机组新增需求量约为21,000台，2012年增长到约29,000台，2014年将超过36,000台，按一台风电机组配备一台风电主齿轮箱，则未来齿轮箱的市场需求十分可观。考虑一般风电机组的设计寿命为20年，实际需求需加上20年前的新增装机量（更新）及维修量，则齿轮箱需求量还要增加，因此对应的齿轮箱部件的市场需求将十分广阔。

国内风电行业的高速发展以及国际产能的转移，大量齿轮箱企业近两年产能扩张较为迅猛，而产能扩张还在继续过程中，根据恒州博智风能研究中心对我国国内内资及外资风电齿轮箱企业产能扩张计划的统计数据，2010年齿轮箱的产能将超过10,000台，2013年更是将超过23,000台。

表格 10：2009-2013 年中国风电齿轮箱产量及预测

序号	产量（兆瓦）	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
1	南高齿	4,500	6,000	7,500	9,500	12,000
2	重齿	3,100	4,200	5,500	7,100	9,000
3	大连重工	1,500	2,250	3,000	3,800	5,000
4	歌美飒（天津）	600	800	1,000	1,300	1,600
5	二重重装	500	650	800	1,000	1,200
6	弗兰德	400	520	700	880	1,150
7	Winergy（中国）	159	250	360	500	700
8	杭前齿	180	400	700	1,050	1,350
10	东力传动	15	45	200	400	600
11	其他	555	908	1,156	2,046	3,200
	合计	11,509	16,023	20,916	27,576	35,800

资料来源：招股说明书，恒州博智风能研究中心

4.3、大功率风电机组关键零部件工程技术研发中心项目

本项目主要针对公司现有技术研发中心在研发设备、研发能力、新产品试制和场地面积等方面的不足，整合现有研发资源建设研发中心大楼和试制车间。研发中心包括理化室、计量室、性能试验室、热加工工艺室、冷加工工艺室、材料研究室等，研发中心大楼建成后，公司将大举引进技术研发人才，建成具有国内领先水平、国际先进水平的大型风电机组关键零部件工程技术研究中心。此外，本项目还为新建研发中心专门配备了规模较大的试制车间，试制车间建成后，可以验证放大生产后工艺的可行性，加快新产品的批量规模供应进程，有效降低大批量规模供应的实施风险。

研发内容包括：

- (1) 用于3MW及以上的轮毂、底座等关键件的厚大断面球墨铸铁材料、部件、成品的研究、开发与应用；
- (2) 非常规（超过欧洲标准和国家标准）材质研究、开发与应用；
- (3) 超大型球铁铸件（单件重量>25吨）的铸造工艺的研究、开发与应用；
- (4) 深化无损探伤的研究，进一步提高超声波探伤的速度和准确度以及厚（厚度>300MM）部位无损探伤的快捷方法；
- (5) 大型风电用变桨轴承制造方法的研究、开发与应用；
- (6) 探索大功率风电机组关键零部件的规范化、标准化的可能性；制订全国风力发电机组球墨铸铁件材料、超声波探伤、磁粉探伤的国家标准。
- (7) 公司未来将拓展除风电铸件之外的其他大型球墨铸件相关行业领域，如应用于核电的核废料罐、汽轮机、燃气轮机等。

5、估值

5.1、同类估值比较

表格 11：同类公司估值比较

		PE				PB				EV/EBITDA (ttm)
		PE (ttm)	2011	2012	2013	PB 最新	2011	2012	2013	
吉鑫科技	601218	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中材科技	002080	48.14	30.19	19.44	14.61	3.61	3.79	2.55	2.25	14.80
天顺风能	002531	42.54	52.48	35.10	27.34	2.81	3.43	3.15	2.86	31.24
泰胜风能	300129	41.45	75.14	64.87	53.44	3.21	3.52	3.27	3.01	22.55
华锐铸钢	002204	64.83	-	21.08	17.24	7.58	-	3.61	3.00	22.05
天奇股份	002009	60.21	39.23	21.13	20.49	7.79	7.30	7.01	5.69	72.12
华锐风电	601558	25.39	28.92	22.08	17.46	5.14	7.33	5.21	4.10	24.89
金风科技	002202	21.14	22.93	19.06	15.31	3.51	3.95	3.36	2.77	13.48
平均		37.96	41.48	25.34	20.74	4.21	4.88	3.52	2.96	25.14

5.2、财务数据预测

我们预计 2011 年, 2012 年, 2013 年公司的 EPS 为 0.85, 1.14 和 1.43 元。2011 年 4 月 25 日, 吉鑫科技公告本次发行价格区间为 22.50 元/股-26.80 元/股。

表格 12: 财务预测表 1

单位: 万元

收入	2008/12/31	2009/12/31	2010/12/31	2011E	2012E	2013E
轮毂	57,750	77,983	93,979	117,473	143,317	171,981
增速		35.0%	20.5%	25%	22%	20%
底座	39,853	46,144	53,458	63,081	74,435	86,345
增速		15.8%	15.9%	18%	18%	16%
轴、轴承座	12,193	22,999	38,490	57,735	75,056	93,820
增速		88.6%	67.4%	50%	30%	25%
其他	9,220	6,252	7,498	7,498	7,498	7,498
增速		-32.2%	19.9%	0%	0%	0%
变桨轴承	3,881	1,890	1,830	-	-	-
增速		-51.3%	-3.2%			
梁	-	1,666	1,219	1,219	1,219	1,219
增速			-26.8%	0%	0%	0%
齿轮箱铸件					24,000	43,200
增速						80%
收入合计	122897.4	156933.8	196473.6	247006.2	325525.5	404062.7
毛利率	2008/12/31	2009/12/31	2010/12/31	2011E	2012E	2013E
轮毂	26.3%	37.8%	28.8%	28.0%	29.0%	29.0%
底座	26.0%	33.6%	27.9%	27.9%	28.0%	28.0%
轴、轴承座	26.8%	31.3%	29.5%	29.5%	30.0%	30.0%
其他	13.0%	21.8%	16.5%	16.5%	15.0%	15.0%
变桨轴承	23.6%	33.9%	50.9%			
梁	0.0%	26.8%	24.4%	24.4%	24.0%	24.0%
齿轮箱铸件					25.0%	25.0%
毛利润	2008/12/31	2009/12/31	2010/12/31	2011E	2012E	2013E
轮毂	15,177	29,444	27,066	32,893	41,562	49,874
底座	10,368	15,497	14,941	17,631	20,842	24,177
轴、轴承座	3,264	7,201	11,356	17,035	22,517	28,146
其他	1,196	1,362	1,239	1,239	1,125	1,125
变桨轴承	916	641	930	-	-	-
梁	-	447	298	298	293	293
齿轮箱铸件	-	-	-	-	6,000	10,800
毛利润合计	30,921	54,593	55,830	69,094	92,338	114,414

表格 13：财务预测表 2

单位：万元

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	158,325.4	201,148.6	247,006.2	325,525.5	404,062.7
营业收入增幅	27.8%	27.0%	22.8%	31.8%	24.1%
营业成本	102,896.9	142,383.3	177,911.9	233,187.5	289,648.4
毛利润	55,428.5	58,765.2	69,094.3	92,338.0	114,414.3
毛利润率	35.0%	29.2%	28.0%	28.4%	28.3%
营业税金及附加	890.9	865.1	943.6	1,261.0	1,562.5
营业税金及附加占比	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
销售费用	5,754.6	8,638.6	10,608.1	13,980.2	17,353.1
占比	3.6%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
管理费用	9,384.4	9,848.4	12,093.7	15,625.2	18,990.9
占比	5.9%	4.9%	4.9%	4.8%	4.7%
财务费用	575.4	2,327.6	-500.0	-2,600.0	-3,800.0
占比	0.4%	1.2%	-0.2%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	1,755.1	750.9	1,224.6	1,224.6	1,224.6
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	-28.2	117.1	3,300.0	4,600.0	6,000.0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	37,040.0	36,451.7	48,024.4	67,447.0	85,083.2
营业利润率	23.4%	18.1%	19.4%	20.7%	21.1%
加：营业外收入	1,153.2	842.0	836.5	836.5	836.5
减：营业外支出	304.0	32.5	136.8	136.8	136.8
其中：非流动资产处置净损失	0.0	5.6	0.0	0.0	0.0
利润总额	37,889.2	37,261.1	48,724.2	68,146.7	85,782.9
减：所得税	4,642.5	5,645.8	7,308.6	10,222.0	12,867.4
加：未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	33,246.7	31,615.3	41,415.5	57,924.7	72,915.5
减：少数股东损益	130.5	472.6	600.0	800.0	1,000.0
归属于母公司的净利润	33,116.3	31,142.7	40,815.5	57,124.7	71,915.5
净利润率	20.9%	15.5%	16.5%	17.5%	17.8%
净利润增速	110%	-5%	31%	40%	26%
减：普通股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	0.73	0.69	0.85	1.14	1.43
ROE%	30.8%	31.8%	23.6%	13.3%	13.4%

6、主要风险

6.1、风电行业景气度下滑对公司业绩的影响

风电铸件产品作为风电整机的重要零部件，受下游风电行业发展和景气度影响较为明显。2010年，我国风电新装机容量增速大幅下滑。预计未来增速仍有继续下滑的风险

6.2、风电行业具备政策不确定性

2009年9月，为了抑制包括风电在内的部分产业因投资过热引发重复建设倾向，国务院出台了《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》。该意见一方面肯定了风电是国家鼓励发展的新兴产业，另一方面也指出目前国内存在重复建设的情况。未来国家的产业引导及政策影响可能会对公司业绩带来一定影响。

6.3、主要原材料价格波动的风险

公司生产经营所需的主要原材料为生铁、废钢，采购价格受国际铁矿石价格波动影响较大。若未来由于国际、国内原材料供需、谈判能力等方面的因素导致原材料采购价格出现较大波动，将对公司毛利率和业绩产生一定的不利影响。

投资评级

一、行业评级

推荐—Attractive：预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性—In-Line：预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避—Cautious：预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入—Buy：预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持—Outperform：预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性—Neutral：预期未来 6 个月股价涨幅为-10%~+10%

减持—Sell：预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。