



## 强于大市

# 电力设备与新能源行业

## 2018 年半年报综述

### 整体平稳，细分分化

从 2018 年半年报来看，电力设备与新能源行业总体业绩保持平稳，但各子行业分化趋势比较明显，其中锂电池资源、电池设备、低压电器板块是亮点。我们建议沿着政策边际效应较小、技术进步红利较大、盈利质量较高与确定性较强的思路，把握细分板块与龙头标的投资机会。

#### 支撑评级的要点

- **2018 年上半年全行业盈利保持平稳**：2018 年上半年，全行业实现营业收入 5,682.19 亿元，同比增长 16.59%，盈利 389.52 亿元，同比增长 1.35%。其中，新能源汽车行业盈利 124.42 亿元，同比减少 7.72%；新能源发电行业盈利 193.28 亿元，同比增长 7.08%；电力设备行业盈利 71.81 亿元，同比增长 4.07%。
- **整体盈利能力有所下降，新能源汽车板块降幅最大**：2018 年上半年，全行业平均毛利率为 23.50%，同比下降 1.15 个百分点，净利率 7.96%，同比下滑 1.04 个百分点。新能源汽车板块由于补贴退坡导致产业链产品价格压力较大等原因，盈利能力下滑最为明显，平均毛利率 22.09%，同比下滑 1.50 个百分点，平均净利率 6.67%，同比下滑 1.74 个百分点；新能源发电板块盈利能力稳中有降，平均毛利率 23.07%，同比下降 0.80 个百分点，净利率 8.50%，同比下降 0.59 个百分点；电力设备板块平均毛利率 28.72%，同比下滑 1.08 个百分点，平均净利率为 9.54%，同比下滑 0.63 个百分点。
- **经营现金流明显改善**：2018 年上半年，全行业经营现金流量由去年同期净流出 190.90 亿元缩小为净流出 94.23 亿元，降幅 50.64%，经营现金流明显改善，主要是新能源汽车板块经营性现金流出同比大幅收窄所致，由去年同期净流出 117.54 亿元缩小为净流出 6.41 亿元，降幅高达 94.55%。

#### 投资建议

- **新能源汽车**：国内新能源乘用车“双积分”长效机制建立，下半年高端车型有望全面接力，消费升级提升需求质量；全球电动化趋势有望加速，行业需求有望持续高增长；中长期看好产业链中游制造龙头与上游资源巨头的投资机会。中游建议关注符合高镍化产业趋势的正极材料环节杉杉股份、当升科技，洗牌接近尾声的电解液环节天赐材料、新宙邦，以及电池与其他材料龙头宁德时代、亿纬锂能、星源材质、创新股份、新纶科技；上游建议关注华友钴业、寒锐钴业、赣锋锂业、天齐锂业。
- **新能源发电**：光伏新政冲击短期需求，但明后年重返增长可期，板块短期筑底，中长期可关注龙头标的；建议关注光伏制造龙头通威股份、隆基股份，同时建议关注电站龙头正泰电器、林洋能源、阳光电源。国内风电需求 2018-2020 年有望连续三年高增长，我们判断行业本轮的拐点是先运营后制造、先量后价，因此拐点后的反转具备较强的持续性；建议关注国内风机龙头金风科技、风塔龙头天顺风能，建议关注地方能源平台福能股份。
- **电力设备**：电力设备方面建议优选业绩增长确定性强、估值较低的细分龙头，建议关注引领电网智能化、信息化升级的龙头标的国电南瑞；另外建议关注工控行业与低压电器行业业绩增长确定性较强的细分龙头标的正泰电器、良信电器、汇川技术、麦格米特。

#### 评级面临的主要风险

- 投资增速下滑，政策不达预期，价格竞争超预期，原材料价格波动。

#### 相关研究报告

《电新行业 2017 年年报与 2018 年一季报总结：增长稳健，分化明显》2018.05.04

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

#### 电气设备

##### 沈成

(8621)20328319

cheng.shen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517030001

##### 朱凯

(86755)82560533

kai.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050002

##### 李可伦

(8621)20328524

kelun.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518070001

\*张咪为本报告重要贡献者

## 目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 全行业：板块业绩保持平稳，盈利能力有所下降 .....   | 4  |
| 新能源汽车：以量补价，业绩承压 .....         | 5  |
| 锂电池价格下滑，板块业绩承压 .....          | 5  |
| 锂电材料业绩平稳增长，盈利能力稳中有降 .....     | 6  |
| 电池设备业绩高增长，盈利能力有所下降 .....      | 6  |
| 锂电资源板块业绩高增长，龙头企业业绩亮眼 .....    | 6  |
| 机电电控业绩稳定增长，盈利能力稳中有升 .....     | 7  |
| 充电设施板块业绩平稳，经营现金流大幅改善 .....    | 7  |
| 新能源发电：盈利体量稳中有增，盈利能力略有下降 ..... | 8  |
| 光伏板块盈利稳步增长，盈利质量有所提高 .....     | 8  |
| 风电板块盈利小幅增长，运营环节弹性较大 .....     | 9  |
| 核电板块整体稳定，经营现金流转为净流出 .....     | 9  |
| 电力设备：整体略有增长，板块分化明显 .....      | 10 |
| 一次设备业绩下滑，现金流情况持续转差 .....      | 10 |
| 二次设备业绩优于一次设备 .....            | 10 |
| 工控板块整体向好，营收盈利有所分化 .....       | 11 |
| 低压电器板块保持较高增速 .....            | 11 |
| 投资建议 .....                    | 12 |
| 风险提示 .....                    | 13 |

## 图表目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图表 1. 2018 年上半年全行业基本情况 .....           | 4  |
| 图表 2. 2018 年上半年全行业存货与应收账款情况 .....      | 4  |
| 图表 3. 2018 年上半年新能源汽车子行业基本情况 .....      | 5  |
| 图表 4. 2018 年上半年新能源汽车子行业存货与应收账款情况 ..... | 5  |
| 图表 5. 2018 年上半年新能源发电子行业基本情况 .....      | 8  |
| 图表 6. 2018 年上半年新能源发电子行业存货与应收账款情况 ..... | 8  |
| 图表 7. 2018 年上半年电力设备子行业基本情况 .....       | 10 |
| 图表 8. 2018 年上半年电力设备子行业存货与应收账款情况 .....  | 10 |
| 附录图表 9. 报告中提及上市公司估值表 .....             | 12 |

## 全行业：板块业绩保持平稳，盈利能力有所下降

**2018年上半年全行业盈利保持平稳。**2018年上半年，全行业上市公司（我们选取的股票池共210家）营业收入达到5,682.19亿元，同比增长16.59%，实现归属上市公司股东净利润389.52亿元，同比增长1.35%。其中，新能源汽车行业实现营业收入2,125.73亿元，同比增长20.74%，归属上市公司股东净利润124.42亿元，同比减少7.72%。新能源发电行业实现营业收入2,758.59亿元，同比增长15.42%，实现归属上市公司股东净利润193.28亿元，同比增长7.08%。电力设备行业实现营业收入797.87亿元，同比增长10.36%，归属上市公司股东净利润71.81亿元，同比增长4.07%。

**整体盈利能力有所下降。**2018年上半年，全行业平均毛利率为23.50%，同比下降1.15个百分点，净利率7.96%，同比下滑1.04个百分点。新能源汽车板块由于补贴退坡导致产业链产品价格压力较大等原因，盈利能力下降最为明显，平均毛利率22.09%，同比下滑1.50个百分点，平均净利率为6.67%，同比下滑1.74个百分点；新能源发电板块行业盈利能力略有下降，平均毛利率23.07%，同比下降0.80个百分点，净利率8.50%，同比下降0.59个百分点；电力设备板块平均毛利率28.72%，同比下滑1.08个百分点，平均净利率为9.54%，同比下滑0.63个百分点。

**经营现金流明显改善。**2018年上半年，全行业经营现金流量由去年同期净流出190.90亿元减少为净流出94.23亿元，降幅50.64%，经营现金流明显改善，主要是新能源汽车板块经营性现金流出同比大幅收窄所致，由去年同期的净流出117.54亿元变为净流出6.41亿元，降幅高达94.55%。

**存货和应收账款周转效率均有所下降。**2018年上半年，全行业应收账款总额4,702.75亿元，同比增长20.80%；存货总额2,994.23亿元，同比增长17.09%。应收账款周转天数同比增加5.06天至141.62天，存货周转天数同比增长2.39天至118.54天。

图表 1. 2018 年上半年全行业基本情况

| 板块    | 营业收入 (亿元) |       | 归母净利润 (亿元) |        | 毛利率(%) |         | 净利率(%) |         | 净经营现金流 (亿元) |       |
|-------|-----------|-------|------------|--------|--------|---------|--------|---------|-------------|-------|
|       | 2018H1    | 同比(%) | 2018H1     | 同比(%)  | 2018H1 | 同比(pct) | 2018H1 | 同比(pct) | 2018H1      | 同比(%) |
| 新能源汽车 | 2,125.73  | 20.74 | 124.42     | (7.72) | 22.09  | (1.50)  | 6.67   | (1.74)  | (6.41)      | 流出额缩小 |
| 新能源发电 | 2,758.59  | 15.42 | 193.28     | 7.08   | 23.07  | (0.80)  | 8.50   | (0.59)  | (15.07)     | 流出额扩大 |
| 电力设备  | 797.87    | 10.36 | 71.81      | 4.07   | 28.72  | (1.08)  | 9.54   | (0.63)  | (72.75)     | 流出额扩大 |
| 全行业   | 5,682.19  | 16.59 | 389.52     | 1.35   | 23.50  | (1.15)  | 7.96   | (1.04)  | (94.23)     | 流出额缩小 |

资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. 2018 年上半年全行业存货与应收账款情况

| 板块    | 应收账款 (亿元) |       | 存货 (亿元)  |       | 应收账款周转天数 |        | 存货周转天数 |        |
|-------|-----------|-------|----------|-------|----------|--------|--------|--------|
|       | 2018H1    | 同比(%) | 2018H1   | 同比(%) | 2018H1   | 同比变化   | 2018H1 | 同比变化   |
| 新能源汽车 | 1,642.46  | 27.26 | 996.05   | 36.01 | 130.56   | 8.02   | 100.97 | 12.56  |
| 新能源发电 | 2,027.68  | 10.41 | 1,493.32 | 4.11  | 126.58   | (2.73) | 125.31 | (7.86) |
| 电力设备  | 1,032.61  | 24.70 | 504.86   | 25.29 | 223.06   | 23.56  | 144.45 | 13.54  |
| 全行业   | 4,702.75  | 20.08 | 2,994.23 | 17.09 | 141.62   | 5.06   | 118.54 | 2.39   |

资料来源: Wind, 中银证券

## 新能源汽车：以量补价，业绩承压

板块收入平稳增长，盈利能力有所下降。2018 年上半年，新能源汽车补贴再次退坡，产业链降价压力较大，再加上行业内企业成本下降幅度不及价格下降幅度，板块盈利能力有所下滑。补贴政策设置 4 个月的过渡期，过渡期内新能源汽车销量高增长，但由于上半年电池企业集中精力去库存，产业链需求平稳增长。2018 年上半年，新能源汽车板块实现营业收入 2,125.73 亿元，同比增长 20.74%，归属于上市公司股东净利润 124.42 亿元，同比减少 7.72%。行业平均毛利率 22.09%，同比下降 1.5 个百分点；平均净利率 6.67%，同比下降 1.74 个百分点。经营现金流流出 6.41 亿元，去年同期流出 117.54 亿元，同比大幅改善。

应收账款与存货周转天数同比上升，营运能力有所下降。由于补贴发放周期较长，且补贴新政对于商用车获补仍有 2 万公里的运营里程要求，导致产业链账期较长，现金流紧张，板块营运能力有所下降。2018 年上半年，新能源汽车板块应收账款总额同比增长 31.21%至 1,642.46 亿元，存货总额同比增长 38.37%至 996.05 亿元；板块应收账款周转天数增加 10.01 天至 130.56 天，存货周转天数增加 13.40 天至 100.97 天。

图表 3. 2018 年上半年新能源汽车子行业基本情况

| 板块    | 营业收入 (亿元) |       | 归母净利润 (亿元) |         | 毛利率(%) |         | 净利率(%) |         | 净经营现金流 (亿元) |       |
|-------|-----------|-------|------------|---------|--------|---------|--------|---------|-------------|-------|
|       | 2018H1    | 同比(%) | 2018H1     | 同比(%)   | 2018H1 | 同比(pct) | 2018H1 | 同比(pct) | 2018H1      | 同比(%) |
| 锂电池   | 942.89    | 17.59 | 23.95      | (57.79) | 19.03  | (4.25)  | 3.25   | (4.78)  | (10.65)     | 流出额缩小 |
| 锂电池材料 | 495.23    | 15.95 | 34.91      | 9.85    | 17.61  | (1.67)  | 8.07   | (0.06)  | (18.58)     | 流出额缩小 |
| 电池设备  | 37.71     | 70.07 | 5.50       | 46.80   | 30.55  | (2.63)  | 14.68  | (2.43)  | (9.09)      | 转向净流出 |
| 锂电池资源 | 308       | 57.57 | 43.13      | 61.52   | 38.87  | 1.10    | 15.59  | 0.62    | 36.79       | 转向净流入 |
| 电机电控  | 138.93    | 11.42 | 7.13       | 14.14   | 22.62  | 0.17    | 5.37   | 0.27    | 0.62        | 31.76 |
| 充电设施  | 202.98    | 7.24  | 9.81       | 1.79    | 19.89  | 0.24    | 5.02   | (0.06)  | (5.49)      | 流出额缩小 |
| 全行业   | 2,125.73  | 20.74 | 124.42     | (7.72)  | 22.09  | (1.50)  | 6.67   | (1.74)  | (6.41)      | 流出额缩小 |

资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 2018 年上半年新能源汽车子行业存货与应收账款情况

| 板块    | 应收账款 (亿元) |        | 存货 (亿元) |       | 应收账款周转天数 |        | 存货周转天数 |         |
|-------|-----------|--------|---------|-------|----------|--------|--------|---------|
|       | 2018H1    | 同比(%)  | 2018H1  | 同比(%) | 2018H1   | 同比变化   | 2018H1 | 同比变化    |
| 锂电池   | 961.82    | 30.82  | 451.90  | 30.74 | 173.92   | 19.55  | 100.55 | 9.62    |
| 锂电池材料 | 275.01    | 36.09  | 166.89  | 47.29 | 92.18    | 8.84   | 66.23  | 10.11   |
| 电池设备  | 32.47     | 121.06 | 43.90   | 42.51 | 140.49   | 25.89  | 288.90 | (25.69) |
| 锂电池资源 | 85.92     | 29.90  | 183.85  | 50.57 | 46.11    | (4.40) | 158.40 | (3.28)  |
| 电机电控  | 102.59    | 23.02  | 67.26   | 14.07 | 126.52   | 11.25  | 109.23 | 5.32    |
| 充电设施  | 184.65    | 22.93  | 82.25   | 67.78 | 151.80   | 14.07  | 87.95  | 34.42   |
| 全行业   | 1,642.46  | 31.21  | 996.05  | 38.37 | 130.56   | 10.01  | 100.97 | 13.40   |

资料来源: Wind, 中银证券

### 锂电池价格下滑，板块业绩承压

锂电池价格下降，板块业绩承压。2018 年上半年，锂电池板块总营业收入达到 942.89 亿元，同比增长 17.59%，实现归属上市公司股东净利润 23.95 亿元，同比下降 57.79%。板块毛利率 19.03%，同比下降 4.25%，净利率 3.25%，同比下降 4.78 个百分点。板块业绩及盈利能力同比降幅较大的主要原因，一是上半年锂电池价格同比下降约 30%，行业内企业以量补价压力较大，二是行业分化加剧，部分问题企业如坚瑞沃能亏损达 16.77 亿元，拖累了板块整体业绩。尽管板块业绩承压，部分龙头企业仍实现了逆势增长，其中宁德时代扣非业绩 6.97 亿元，同比增长 25.3%。



**经营现金流大幅好转，营运能力有所下降。**2018 年上半年，锂电池板块经营现金流由去年同期净流出 72.88 亿元减小为净流出 10.65 亿元，经营现金流大幅好转，盈利质量有所提升。板块应收账款总额 961.82 亿元，同比增长 30.82%，应收账款周转天数增加 19.55 天至 173.92 天；存货同比增长 30.74% 至 451.9 亿元，存货周转天数增加 9.62 天至 100.55 天，行业营运能力有所下降。

### 锂电材料业绩平稳增长，盈利能力稳中有降

**板块业绩平稳增长，盈利能力稳中有降。**2018 年上半年，锂电池材料板块实现营业收入 495.23 亿元，同比增长 15.95%，实现归属于上市公司股东净利润 34.91 亿，同比增长 9.85%。2018 年上半年板块毛利率水平 17.61%，同比下降 1.67 个百分点，净利率水平 8.07%，同比下降 0.06 个百分点，板块盈利能力稳中有降。由于下游补贴退坡，中游材料板块均面临着以量补价的压力。其中正极材料板块由于采用成本加成的定价模式，以量补价压力相对较小，业绩确定性较高。2018 年上半年正极材料龙头杉杉股份和当升科技扣非业绩分别为 3.03 和 1.06 亿元，同比分别增长 18.58% 和 114.99%。上半年电解液行业加速洗牌，价格降幅超 30%，行业内企业业绩压力较大。上半年电解液龙头天赐材料和新宙邦分别实现扣非业绩 0.1 和 1.02 亿元，同比分别下降 94.34% 和 13.28%。

**经营现金流小幅改善，营运能力略有下降。**2018 年上半年，锂电池材料板块净经营现金流由去年同期净流出 20.25 亿元缩小为净流出 18.58 亿元，经营现金流流出收窄。板块应收账款总额 275.01 亿元，同比增长 36.09%，应收账款周转天数增加 8.84 天至 92.18 天；存货同比增长 47.29% 至 166.89 亿元，存货周转天数增加 10.11 天至 66.23 天，营运能力略有下降。

### 电池设备业绩高增长，盈利能力有所下降

**板块业绩高增长，盈利能力有所下降。**电池设备板块包括先导智能、赢合科技、科恒股份和星云股份等四家公司。受益于下游锂电池龙头企业产能的扩张，电池设备板块仍较为景气，2018 年上半年板块实现营业收入 37.71 亿元，同比增长 70.07%，盈利 5.50 亿元，同比增长 46.80%。板块毛利率下降 2.63 个百分点至 30.55%，净利率下降 2.43 个百分点至 14.68%，盈利能力有所下降。2018 年上半年经营性现金净流出 9.09 亿元，去年同期流入 0.76 亿元，经营现金流有所恶化。应收账款同比增长 121.06% 至 32.47 亿元，对应应收账款周转天数增加 25.89 天至 140.49 天，与行业账期拉长的趋势一致；存货同比增长 42.51% 至 43.90 亿元，存货周转天数同比下降 25.69 天至 288.90 天，存货周转效率有所提升。

### 锂电资源板块业绩高增长，龙头企业业绩亮眼

**板块业绩保持高增长，龙头企业业绩亮眼。**2018 年上半年，锂电池资源板块实现营业收入 308.00 亿元，同比增长 57.57%，实现归属上市公司股东净利润 43.13 亿元，同比增长 61.52%。资源布局完善的龙头企业业绩亮眼，其中华友钴业实现营业收入 67.83 亿元，同比增长 79.05%，盈利 15.08 亿元，同比增长 123.38%；寒锐钴业实现营业收入 15.02 亿元，同比增长 204.42%，盈利 5.29 亿元，同比增长 288.97%；天齐锂业实现营业收入 32.89 亿元，同比增长 36.24%，盈利 13.09 亿元，同比增长 41.71%；赣锋锂业实现营业收入 23.32 亿元，同比增长 43.47%，盈利 8.37 亿元，同比增长 37.82%。尽管上半年板块业绩仍保持高增长，但是由于锂钴资源供给增加，需求尚未大规模启动，导致上半年价格由升转降，板块景气度有所下降。板块之间有所分化，其中锂资源储量丰富，盐湖提锂等企业扩产较快，导致供给边际增量较大，目前电池级碳酸锂价格已经跌破 10 万大关，钴资源总储量较小，边际增量有限，目前价格出现企稳迹象，锂资源板块景气度低于钴资源。

**盈利能力稳中有升，营运能力有所提升。**2018 年上半年锂电池资源板块毛利率 38.87%，同比上升 1.1 个百分点，净利率 15.59%，同比上升 0.62 个百分点，盈利能力产业链领先。板块 2018 年上半年应收账款总额 85.92 亿元，同比增长 29.90%，存货同比增长 50.57% 至 183.85 亿元。尽管应收账款和存货绝对值有所上升，但是应收账款周转天数减少 4.40 天至 46.11 天，存货周转天数减少 3.28 天至 158.40 天，板块营运能力有所提升。

### 电机电控业绩稳定增长，盈利能力稳中有升

**板块业绩稳定增长，盈利能力稳中有升。**2018 年上半年，电机电控板块实现营业收入 138.93 亿元，同比增长 11.42%，实现归属上市公司股东净利润 7.13 亿元，同比增长 14.14%，板块业绩稳定增长。2018 年上半年板块毛利率 22.62%，同比上升 0.17 个百分点，板块净利率 5.37%，同比上升 0.27 个百分点，盈利能力稳中有升。

**经营现金流保持流入，营运能力有所下降。**2018 年上半年板块经营性现金流保持净流入，同比增加 31.76%至 0.62 亿元。电机电控板块年中应收账款总额 102.59 亿元，同比增长 23.02%，应收账款周转天数增加 11.25 天至 126.52 天；存货同比增长 14.07%至 67.26 亿元，存货周转天数增加 5.32 天至 109.23 天。

### 充电设施板块业绩平稳，经营现金流大幅改善

**板块业绩保持平稳，营运能力下降明显。**2018 年上半年充电设施板块实现营业收入 202.98 亿元，同比增长 7.24%，实现归属上市公司股东的净利润 9.81 亿元，同比微增 1.79%，板块业绩保持平稳。2018 年上半年板块应收账款总额 184.65 亿元，同比增长 22.93%，应收账款周转天数 151.80 天，同比增加 14.07 天，存货周转天数 87.95 天，同比增加 34.42 天。

**盈利能力保持平稳，经营现金流大幅改善。**2018 年上半年板块毛利率为 19.89%，同比增长 0.24 个百分点，板块净利率为 5.02%，同比下降 0.06 个百分点，板块盈利能力保持平稳。2018 年上半年板块经营现金流净流出 5.49 亿元，去年同期净流出 17.58 亿元，同比大幅改善。

## 新能源发电：盈利体量稳中有增，盈利能力略有下降

行业盈利稳中有增，盈利能力略有下降。2018 年上半年，新能源发电行业实现营业收入 2,758.59 亿元，同比增长 15.42%；归属上市公司股东净利润 193.28 亿元，同比增长 7.08%。2018 年上半年平均毛利率达到 23.07%，同比降低 0.80 个百分点，平均净利率为 8.50%，同比降低 0.59 个百分点。相比 2017 年上半年，行业整体经营现金流保持净流出状态，且净额由 7.41 亿元扩大至 15.07 亿元。应收账款周转天数为 126.58 天，同比减少 2.73 天；存货周转天数为 125.31 天，同比减少 7.86 天。

图表 5. 2018 年上半年新能源发电行业基本情况

| 板块  | 营业收入 (亿元) |       | 归母净利润 (亿元) |         | 毛利率(%) |         | 净利率(%) |         | 净经营现金流 (亿元) |          |
|-----|-----------|-------|------------|---------|--------|---------|--------|---------|-------------|----------|
|     | 2018H1    | 同比(%) | 2018H1     | 同比(%)   | 2018H1 | 同比(pct) | 2018H1 | 同比(pct) | 2018H1      | 同比(%)    |
| 光伏  | 1,261.46  | 10.90 | 97.16      | 10.46   | 22.14  | (0.10)  | 8.20   | 0.04    | 0.18        | 转向净流入    |
| 风电  | 357.91    | 4.48  | 33.04      | 1.81    | 26.24  | (1.04)  | 9.76   | (0.07)  | (4.50)      | 转向净流出    |
| 储能  | 178.33    | 18.29 | 4.02       | (40.61) | 15.87  | (1.79)  | 1.96   | (3.13)  | (10.74)     | 流出额缩小    |
| 核电  | 960.89    | 26.54 | 59.07      | 10.75   | 24.44  | (1.57)  | 9.64   | (1.29)  | (0.02)      | (100.12) |
| 全行业 | 2,758.59  | 15.42 | 193.28     | 7.08    | 23.07  | (0.80)  | 8.50   | (0.59)  | (15.07)     | 流出额扩大    |

资料来源: Wind, 中银证券

图表 6. 2018 年上半年新能源发电行业存货与应收账款情况

| 板块  | 应收账款 (亿元) |        | 存货 (亿元)  |         | 应收账款周转天数 |         | 存货周转天数 |         |
|-----|-----------|--------|----------|---------|----------|---------|--------|---------|
|     | 2018H1    | 同比(%)  | 2018H1   | 同比(%)   | 2018H1   | 同比变化    | 2018H1 | 同比变化    |
| 光伏  | 824.29    | 12.14  | 499.11   | 15.45   | 113.09   | 6.81    | 84.13  | 1.68    |
| 风电  | 467.49    | 12.81  | 181.27   | (14.06) | 219.11   | 16.78   | 116.69 | (19.04) |
| 储能  | 158.59    | 174.73 | 109.91   | 182.03  | 156.01   | 89.49   | 120.41 | 64.09   |
| 核电  | 577.31    | (8.27) | 703.04   | (6.53)  | 104.37   | (38.98) | 185.17 | (43.70) |
| 全行业 | 2,027.68  | 10.41  | 1,493.32 | 4.11    | 126.58   | (2.73)  | 125.31 | (7.86)  |

资料来源: Wind, 中银证券

### 光伏板块盈利稳步增长，盈利质量有所提高

光伏板块盈利同比增长 10.46%。根据国家能源局数据，上半年国内光伏装机量为 24.31GW，同比下降 0.39%。上半年光伏板块总营业收入达到 1,261.46 亿元，同比增长 10.90%，实现归属上市公司股东的净利润 97.16 亿元，同比增长 10.46%。531 新政之后，光伏产业链各环节产品价格普遍有较大幅度下调，对板块内上市公司的盈利情况造成了一定的影响。单晶龙头隆基股份 2018 年上半年实现营收 100.02 亿元，同比增长 59.36%，归属上市公司股东净利润 13.07 亿元，同比增长 5.73%。通威股份 2018 年上半年实现收入 124.61 亿元，同比增长 12.24%，归属上市公司股东净利润 9.19 亿元，同比增长 16.14%。阳光电源实现收入 38.95 亿元，同比增长 10.00%，归属上市公司股东净利润 3.83 亿元，同比增长 3.75%。

盈利能力基本持平，经营现金流转向净流入。全板块上半年毛利率为 22.14%，同比降低 0.10 个百分点，净利率 8.20%，同比增加 0.04 个百分点。隆基股份毛利率 22.62%，同比下降 12.49 个百分点，净利率 13.03%，同比下降 6.55 个百分点。2018 年上半年，光伏板块经营现金流整体净流入 0.18 亿元，相比 2017 年上半年净流出 13.67 亿元的情况有明显转好。但扣除协鑫集成、隆基股份两家增速明显高于平均水平的上市公司的数据后，全板块经营现金流为净流出 29.85 亿元，流出额同比扩大 87.74%。

应收账款同增一成以上，周转情况匹配。全板块 2018 年上半年应收账款总额 824.29 亿元，同比增长 12.14%，周转天数增加 6.81 天至 113.09 天；存货同比增长 15.45%至 499.11 亿元，周转天数增加 1.68 天 84.13 天。其中隆基股份应收账款与存货周转天数分别下降 4.07 天与增长 19.51 天，协鑫集成分别增长 6.82 天和下降 17.43 天。



### 风电板块盈利小幅增长，运营环节弹性较大

风电板块盈利同比小幅增长，龙头权重较大。2018 年上半年风电板块总营业收入达到 357.91 亿元，同比增长 4.48%，实现归属上市公司股东净利润 33.04 亿元，同比增长 1.81%。风电行业龙头公司带动作用明显，金风科技上半年实现营收 110.30 亿元，同比增长 12.10%，占全行业营收总额的近三分之一，归属上市公司股东净利润 15.30 亿元，同比增长 35.05%。风塔环节受原材料价格波动及下游价格传导不畅等因素影响，盈利情况相对承压。天顺风能上半年实现营业收入 16.16 亿元，同比增长 29.88%，归属上市公司股东净利润 2.41 亿元，同比增长 0.19%。泰胜风能上半年实现营业收入 4.42 亿元，同比下降 38.34%，归属上市公司股东净利润 0.12 亿元，同比减少 89.06%。天能重工上半年实现营业收入 3.77 亿元，同比增长 10.45%，盈利 3,060 万元，同比下降 39.62%。金风科技、天顺风能和泰胜风能的盈利之和为 17.83 亿元，超过全行业总和的 50%。

弃风情况持续转好，运营标的业绩改善。上半年全国风电利用小时数达到 1,143 小时，同比增加 159 小时；弃风电量 182 亿 kWh，弃风率 8.7%，同比下降 5.3 个百分点。受此因素驱动，部分风电运营标的的经营有较大程度改善。2018 年上半年，节能风电营业收入 12.13 亿元，同比增长 30.56%，归属上市公司股东净利润 3.38 亿元，同比增长 47.11%。

毛利率同比微降，经营现金流转向净流出。全板块 2018 年上半年毛利率为 26.24%，同比下降 1.04 个百分点，净利率 9.76%，同比下降 0.07 个百分点。天顺风能盈利能力有所下降，毛利率 27.90%，同比减少 3.64 个百分点，净利率达到 15.45%，同比减少 4.50 个百分点。2018 年上半年，风电板块经营现金流整体相比 2017 年上半年，由净流入 6.82 亿元变为净流出 4.50 亿元。

应收账款小幅增长，周转天数相应增加。全板块 2018 年上半年应收账款总额 467.49 亿元，同比增长 12.81%，周转天数增加 16.78 天至 219.11 天；存货同比降低 14.06%至 181.27 亿元，周转天数减少 19.04 天至 116.69 天。其中湘电股份应收账款与存货周转天数分别上升 193.90 天与 104.34 天。

### 核电板块整体稳定，经营现金流转为净流出

板块 2018 年上半年盈利同比增长 13.77%。2018 年上半年核电板块总营业收入达到 960.89 亿元，同比增长 26.54%，实现归属上市公司股东净利润同比增长 10.75%至 59.07 亿元。扣除上海电气、东方电气两家核电产品占比较低的标的后，全板块 2018 年上半年实现收入 287.17 亿元，同比增长 13.77%，盈利 36.27 亿元，同比增长 0.82%。运营龙头中国核电实现营收 179.26 亿元，同比增长 10.41%，归属上市公司股东净利润 25.79 亿元，同比增长 1.33%。

盈利水平小幅下降，经营现金流由净流入转为净流出。全板块 2018 年上半年毛利率为 24.44%，同比下降 1.57 个百分点，净利率 9.64%，同比下降 1.29 个百分点，盈利水平小幅下降。台海核电盈利水平超群，2018 年上半年毛利率达到 69.95%，同比提升 8.85 个百分点，净利率高达 45.06%，同比提升 3.15 个百分点。板块经营现金流整体相比 2017 年上半年，由净流入 13.96 亿元转为净流出 0.02 亿元，同比下降 100.12%。

应收与存货均有减少，周转能力有所提升。全板块上半年应收账款总额 577.31 亿元，同比减少 8.27%，周转天数减少 38.98 天至 104.37 天；存货同减 6.53%至 703.04 亿元，周转天数减少 43.07 天至 185.17 天。

## 电力设备：整体略有增长，板块分化明显

电力设备行业盈利整体增长 4%，盈利能力略有下降。2018 年上半年，电力设备行业实现营业收入 797.87 亿元，同比增长 10.36%，归属上市公司股东净利润 71.81 亿元，同比增长 4.07%。平均毛利率 28.72%，同比降低 1.08 个百分点，平均净利率为 9.54%，同比降低 0.63 个百分点。行业整体经营现金流保持净流出状态，且流出额扩大至 72.75 亿元。应收账款周转天数为 223.06 天，同比增加 23.56 天；存货周转天数为 144.45 天，同比增加 13.54 天。

图表 7. 2018 年上半年电力设备子行业基本情况

| 板块      | 营业收入 (亿元) |        | 归母净利润 (亿元) |         | 毛利率(%) |         | 净利率(%) |         | 净经营现金流 (亿元) |       |
|---------|-----------|--------|------------|---------|--------|---------|--------|---------|-------------|-------|
|         | 2018H1    | 同比(%)  | 2018H1     | 同比(%)   | 2018H1 | 同比(pct) | 2018H1 | 同比(pct) | 2018H1      | 同比    |
| 一次设备    | 219.77    | (0.87) | 8.37       | (48.74) | 22.82  | (2.50)  | 3.60   | (3.89)  | (47.22)     | 流出额扩大 |
| 二次设备    | 288.05    | 11.10  | 29.68      | 25.18   | 30.93  | (0.26)  | 10.98  | 1.16    | (30.19)     | 流出额缩小 |
| 工控与电力电子 | 115.26    | 23.24  | 10.19      | (3.95)  | 30.99  | (1.79)  | 9.48   | (2.29)  | (7.69)      | 流出额扩大 |
| 低压电器    | 174.79    | 17.74  | 23.58      | 28.39   | 31.01  | (1.18)  | 14.68  | 0.88    | 12.35       | 55.85 |
| 全行业     | 797.87    | 10.36  | 71.81      | 4.07    | 28.72  | (1.08)  | 9.54   | (0.63)  | (72.75)     | 流出额扩大 |

资料来源：Wind，中银证券

图表 8. 2018 年上半年电力设备子行业存货与应收账款情况

| 板块      | 应收账款 (亿元) |        | 存货 (亿元) |       | 应收账款周转天数 |         | 存货周转天数 |        |
|---------|-----------|--------|---------|-------|----------|---------|--------|--------|
|         | 2018H1    | 同比(%)  | 2018H1  | 同比(%) | 2018H1   | 同比变化    | 2018H1 | 同比变化   |
| 一次设备    | 351.35    | 5.95   | 186.52  | 3.59  | 270.99   | 14.37   | 177.50 | (4.84) |
| 二次设备    | 487.80    | 53.28  | 183.42  | 39.68 | 298.02   | 81.14   | 150.91 | 32.49  |
| 工控与电力电子 | 91.21     | (9.40) | 71.52   | 26.39 | 133.24   | (53.67) | 142.34 | (6.00) |
| 低压电器    | 102.26    | 31.86  | 63.39   | 81.29 | 98.51    | 6.72    | 88.72  | 31.12  |
| 全行业     | 1,032.61  | 24.70  | 504.86  | 25.29 | 223.06   | 23.56   | 144.45 | 13.54  |

资料来源：Wind，中银证券

### 一次设备业绩下滑，现金流情况持续转差

一次设备盈利同比下滑 48.74%。由于电网工程投资同比下滑、特高压新项目建设进度低于预期、大宗金属原材料价格走高等原因，电力一次设备行业 2018 年上半年业绩表现相对不佳。2018 年上半年一次设备板块总营业收入为 219.77 亿元，同比下降 0.87%，实现归属上市公司股东净利润 8.37 亿元，同比减少 48.74%。其中中国西电归母净利润同比下降 57.19%至 2.54 亿元，置信电气、保变电气、平高电气等其他细分龙头企业纷纷报亏。

盈利水平小幅下降，现金流情况持续恶化。全板块 2018 年上半年毛利率同比下降 2.50 个百分点至 22.82%，净利率同比下降 3.89 个百分点至 3.60%。其中平高电气毛利率下降 9.92 个百分点。板块经营现金流净流出同比增长 34.52%至 47.22 亿元，现金流情况持续恶化。

应收与存货有所增长，周转能力基本匹配。全板块 2018 年上半年应收账款总额 351.35 亿元，同比增长 5.59%，周转天数增加 14.37 天至 270.99 天；存货同比增加 3.59%至 186.52 亿元，周转天数减少 4.84 天至 177.50 天。

### 二次设备业绩优于一次设备

二次设备盈利上升 25.18%。虽然电网投资整体下滑，但由于电网投资重心转向智能化、自动化的结构性变化，另外二次设备公司的产品可拓展性相对较强，下游应用相对较广阔，因此二次设备板块的经营情况整体优于一次设备板块。二次设备板块上半年营收 288.05 亿元，增速为 11.10%，归属上市公司股东净利润 29.68 亿元，同比上升 25.18%。其中国电南瑞营收同比增长 20.09%，盈利同比增长 50.77%；科大智能盈利同比增长 15.22%，泰豪科技盈利同比增长 70.69%。

**盈利能力保持稳定，经营现金流出净额减少。**全板块年内毛利率为 30.93%，同比下降 0.26 个百分点，净利率 10.98%，同比上升 1.16 个百分点。板块经营现金流整体净流出 30.19 亿元，相比 2017 年同期净流出额下降 17.98%。

**应收与存货增幅明显。**全板块 2018 年上半年末应收账款总额 487.80 亿元，同比增长 53.28%，周转天数增加 81.14 天至 298.02 天；存货同比增加 39.68% 至 183.42 亿元，周转天数增加 32.49 天至 150.91 天。

### 工控板块整体向好，营收盈利有所分化

**工控与电力电子板块盈利同比下降 3.95%。**2018 年工控行业保持了 2016 年下半年以来的复苏势头，上半年工控与电力电子板块总营业收入 115.26 亿元，同比增长 23.24%，但受上游电子原材料涨价、部分企业新能源汽车行业产品毛利率承压等因素影响，全板块实现归属上市公司股东净利润 10.19 亿元，同比降低 3.95%。其中汇川技术上半年实现营收 24.73 亿元，同比增长 27.66%，盈利 4.96 亿元，同比增长 15.72%；英威腾实现盈利 0.96 亿元，同比增长 5.88%；智光电气实现盈利 0.83 亿元，同比增长 23.69%。

**盈利水平略有下降，经营现金流出净额大幅增加。**全板块 2018 年上半年毛利率为 30.99%，同比降低 1.79 个百分点，净利率 9.48%，同比降低 2.29 个百分点。毛利率高于一次设备的 22.82% 和二次设备的 30.93%，净利率高于一次设备的 3.60%，低于二次设备的 10.98%。2018 年上半年，工控与电力电子板块经营现金流整体净流出 7.69 亿元，相比 2017 年同期净流出额净额同比增长 291.77%。

**应收账款小幅下降，存货大幅增加，周转天数略有下降。**全板块 2018 年上半年应收账款 91.21 亿元，同比下降 9.40%，存货 71.52 亿元，同比增加 26.39%。应收账款周转天数 133.24 天，同比减少 53.67 天，存货周转天数 142.34 天，同比减少 6.00 天。

### 低压电器板块保持较高增速

**低压电器板块盈利同比增长 28.39%。**与工控板块类似，低压电器行业在近两年迎来了整体复苏，2018 年上半年低压电器板块总营业收入 174.79 亿元，同比增长 17.74%，实现归属上市公司股东净利润 23.58 亿元，同比增长 28.39%。其中正泰电器上半年实现营业收入 119.02 亿元，同比增长 20.16%；盈利 17.83 亿元，同比增长 41.87%；温州宏丰、良信电器分别实现盈利增长 106.03%、13.31%。

**盈利能力基本持平，经营现金流表现健康。**低压电器板块全年毛利率为 31.01%，同比略降 1.18 个百分点，净利率 14.68%，同比增长 0.88 个百分点。2018 年上半年，低压电器板块经营现金流整体净流入 12.35 亿元，同比增加 55.85%。

**应收账款与存货均有增加。**低压电器板块 2018 年上半年末应收账款 102.26 亿元，同比增长 31.86%，存货 63.39 亿元，同比增长 81.29%。低压电器板板应收账款周转天数增加 6.72 天至 98.51 天，存货周转天数增加 31.12 天至 88.72 天。

## 投资建议

国内新能源乘用车“双积分”长效机制建立，下半年高端车型有望全面接力，消费升级提升需求质量；全球电动化趋势有望加速，行业需求有望持续高增长；中长期看好产业链中游制造龙头与上游资源巨头的投资机会。中游建议关注符合高镍化产业趋势的正极材料环节杉杉股份、当升科技，洗牌接近尾声的电解液环节天赐材料、新宙邦，以及电池与其他材料龙头宁德时代、亿纬锂能、星源材质、创新股份、新纶科技；上游建议关注华友钴业、寒锐钴业、赣锋锂业、天齐锂业。

光伏新政冲击短期需求，但明后年重返增长可期，板块短期筑底，中长期可关注龙头标的；建议关注光伏制造龙头通威股份、隆基股份，同时建议关注电站龙头正泰电器、林洋能源、阳光电源。国内风电需求 2018-2020 年有望连续三年高增长，我们判断行业本轮的拐点是先运营后制造、先量后价，因此拐点后的反转具备较强的持续性；建议关注国内风机龙头金风科技、风塔龙头天顺风能，同时建议关注地方能源平台福能股份。

电力设备方面建议优选业绩增长确定性强、估值较低的细分龙头，建议关注引领电网智能化、信息化升级的龙头标的国电南瑞；另外建议关注工控行业与低压电器行业业绩增长确定性较强的细分龙头标的正泰电器、良信电器、汇川技术、麦格米特。

附录图表 9. 报告中提及上市公司估值表

| 公司代码      | 公司简称 | 评级   | 股价     | 市值       | 每股收益(元/股) |       | 市盈率(x) |       | 最新每股净资产<br>(元/股) |
|-----------|------|------|--------|----------|-----------|-------|--------|-------|------------------|
|           |      |      | (元)    | (亿元)     | 2017A     | 2018E | 2017A  | 2018E |                  |
| 600438.SH | 通威股份 | 买入   | 6.40   | 248.47   | 0.52      | 0.49  | 12.35  | 13.06 | 3.51             |
| 601877.SH | 正泰电器 | 买入   | 22.79  | 490.31   | 1.34      | 1.68  | 17.01  | 13.57 | 9.39             |
| 601222.SH | 林洋能源 | 买入   | 4.65   | 82.09    | 0.39      | 0.48  | 11.92  | 9.69  | 5.14             |
| 002202.SZ | 金风科技 | 买入   | 12.17  | 401.16   | 0.84      | 1.05  | 14.51  | 11.70 | 6.05             |
| 002531.SZ | 天顺风能 | 买入   | 3.99   | 70.98    | 0.26      | 0.32  | 15.35  | 12.47 | 2.83             |
| 300014.SZ | 亿纬锂能 | 买入   | 13.38  | 114.46   | 0.47      | 0.52  | 28.47  | 25.73 | 3.73             |
| 601012.SH | 隆基股份 | 增持   | 13.60  | 379.67   | 1.81      | 0.84  | 7.51   | 16.19 | 5.20             |
| 002460.SZ | 赣锋锂业 | 增持   | 29.98  | 334.25   | 1.98      | 1.71  | 15.14  | 17.53 | 3.93             |
| 002709.SZ | 天赐材料 | 增持   | 24.26  | 82.40    | 0.92      | 1.64  | 26.37  | 14.79 | 8.43             |
| 300274.SZ | 阳光电源 | 增持   | 6.82   | 99.04    | 0.71      | 1.01  | 9.61   | 6.75  | 5.03             |
| 600884.SH | 杉杉股份 | 增持   | 16.47  | 184.92   | 0.80      | 0.90  | 20.64  | 18.30 | 9.29             |
| 300124.SZ | 汇川技术 | 增持   | 26.07  | 433.85   | 0.65      | 0.75  | 40.11  | 34.76 | 3.34             |
| 002812.SZ | 创新股份 | 增持   | 40.00  | 189.57   | 1.15      | 1.39  | 34.78  | 28.78 | 5.68             |
| 600406.SH | 国电南瑞 | 增持   | 16.07  | 736.59   | 0.79      | 0.84  | 20.34  | 19.13 | 5.47             |
| 600483.SH | 福能股份 | 增持   | 8.09   | 125.54   | 0.54      | 0.65  | 14.98  | 12.45 | 6.83             |
| 603799.SH | 华友钴业 | 增持   | 49.90  | 414.04   | 3.20      | 3.40  | 15.59  | 14.68 | 12.29            |
| 300618.SZ | 寒锐钴业 | 增持   | 122.90 | 235.97   | 3.91      | 5.83  | 31.43  | 21.08 | 8.13             |
| 300568.SZ | 星源材质 | 未有评级 | 30.68  | 58.91    | 0.56      | 1.20  | 54.79  | 25.57 | 7.10             |
| 300073.SZ | 当升科技 | 未有评级 | 23.57  | 102.94   | 0.68      | 0.65  | 34.49  | 36.26 | 7.13             |
| 300037.SZ | 新宙邦  | 未有评级 | 21.28  | 80.74    | 0.75      | 0.85  | 28.37  | 25.04 | 6.71             |
| 002466.SZ | 天齐锂业 | 未有评级 | 36.56  | 417.53   | 1.94      | 2.30  | 18.85  | 15.90 | 8.52             |
| 300750.SZ | 宁德时代 | 未有评级 | 65.50  | 1,422.95 | 2.01      | 1.41  | 32.61  | 46.45 | 14.19            |
| 002341.SZ | 新纶科技 | 未有评级 | 11.17  | 128.60   | 0.34      | 0.39  | 32.58  | 28.64 | 4.34             |
| 002706.SZ | 良信电器 | 未有评级 | 6.63   | 52.11    | 0.41      | 0.34  | 16.17  | 19.50 | 2.15             |
| 002851.SZ | 麦格米特 | 未有评级 | 25.56  | 69.27    | 0.69      | 0.70  | 37.19  | 36.51 | 5.02             |

资料来源: Wind, 中银证券

注: 股价截止日 8 月 31 日, 未有评级公司盈利预测来自 Wind 一致预期



## 风险提示

**投资增速下滑：**电力投资（包括电源投资与电网投资）决定了新能源发电板块、电力设备板块的行业需求；若电力投资增速下滑，将对两大板块造成负面影响。

**政策不达预期：**新能源汽车板块、新能源发电板块、电力设备细分板块，均对政策有较高的敏感性；若政策不达预期，将显著影响各细分行业的基本面，进而降低各板块的投资价值。

**价格竞争超预期：**动力电池中游制造产业链普遍有产能过剩的隐忧，电力供需形势整体亦属宽松，动力电池中游产品价格、新能源电站的电价、光伏产业链中游产品价格、电力设备招标价格，均存在竞争超预期的风险。

**原材料价格波动：**电力设备、新能源汽车、新能源发电板块中的绝大部分上市公司主营业务均属于制造业，原材料成本在营业成本中的占比一般较大；若上游原材料价格出现不利波动，将在较大程度上对各细分板块的盈利情况产生负面影响。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；  
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371