



强于大市

电力设备与新能源行业 2019年三季度报综述

板块业绩有所下滑，盈利质量明显提升

从2019年三季度报来看，电力设备与新能源行业总体业绩承压，但各细分板块分化趋势比较明显，其中光伏、风电、一次设备板块表现相对较好，维持行业强于大市的评级。

支撑评级的要点

- **全行业盈利略有下滑，新能源汽车降幅最大：**2019年前三季度，全行业实现盈利617.08亿元，同比减少7.73%；其中，新能源汽车板块盈利159.06亿元，同比减少32.55%；新能源发电行业盈利335.52亿元，同比增长6.54%；电力设备行业盈利122.50亿元，同比增长3.79%。第三季度，全行业实现盈利219.70亿元，同比减少5.16%；其中，新能源汽车行业盈利47.00亿元，同比减少43.54%；新能源发电行业盈利123.48亿元，同比增长21.06%；电力设备行业盈利49.21亿元，同比增长6.07%。
- **板块盈利能力有所下降：**2019年前三季度，全行业平均毛利率22.79%，同比降低0.85个百分点，净利率7.26%，同比降低1.58个百分点。新能源汽车板块盈利能力下降最为明显，平均毛利率20.25%，同比降低1.77个百分点，平均净利率为5.04%，同比降低3.08个百分点；新能源发电板块平均毛利率23.02%，同比降低0.34个百分点，净利率8.32%，同比降低0.77个百分点；电力设备板块平均毛利率28.45%，同比降低0.22个百分点，平均净利率为9.29%，同比降低0.55个百分点。
- **板块经营现金流明显改善：**2019年前三季度，全行业经营现金流量净流入678.18亿元，同比增长158.71%，其中新能源汽车板块经营性现金净流入272.82亿元，同比增长66.15%，新能源发电板块经营现金流同比增长118.23%至340.13亿元，电力设备经营现金流由去年同期净流出57.92亿元转为净流入65.23亿元。
- **投资建议：**海外光伏需求持续景气，叠加国内光伏需求高峰来临，产业链供需有望改善；光伏制造业方面推荐龙头隆基股份、通威股份，建议关注中环股份、东方日升，同时推荐电站龙头林洋能源、正泰电器、阳光电源，光伏设备方面推荐晶盛机电，建议关注迈为股份、捷佳伟创。国内风电存量项目建设进度有望加速，2019-2020年国内需求高增长可期；推荐日月股份、天顺风能、金风科技等。新能源汽车产业链中游或将在三季度确立盈利底；三季度后，销量有望回暖，叠加产业政策刺激，中游产业链或将逐月改善；长期看，全球电动化大趋势带来的持续成长性，让新能源汽车产业链长期投资价值凸显；短期看，板块前期走势已相对充分反映了三季度基本面，底部区域建议逐步加大配置。电池材料环节建议优选海外高端供应链标的，推荐璞泰来、当升科技、星源材质、恩捷股份、新宙邦等；设备环节对于补贴退坡敏感性较低，推荐先导智能等；电池环节推荐宁德时代、亿纬锂能、欣旺达等。国网提出加快泛在电力物联网建设，推荐引领电网智能化、信息化升级的龙头标的国电南瑞，建议关注岷江水电；同时建议关注电能采集、配网智能化等标的，推荐海兴电力，建议关注金智科技；工控领域推荐优质标的宏发股份、汇川技术，建议关注麦格米特。
- **风险提示：**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

《电新行业三季度报前瞻：板块业绩分化较大，新能源发电表现亮眼》2019.10.15

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

张咪

(8610)66229231

mi.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519090001



目录

全行业：板块盈利略有下降，经营现金流大幅改善.....	4
新能源汽车：板块业绩承压，三季度盈利底部显现.....	6
锂电池：板块业绩略有下降，龙头企业业绩良好.....	7
锂电材料：板块盈利下滑，经营现金流大幅好转.....	7
电池设备：板块业绩保持平稳，盈利能力大幅提升.....	8
锂电池资源：锂钴价格处于低位，龙头企业业绩承压.....	8
电机电控：板块业绩平稳增长，盈利能力有所提升.....	8
充电设施：板块业绩略有下降，盈利能力保持平稳.....	8
新能源发电：板块业绩略有增长，第三季度光伏表现亮眼.....	9
光伏：板块业绩高增长，经营现金流大幅改善.....	10
风电：板块盈利保持平稳，营运效率大幅提升.....	10
核电：板块业绩保持平稳，营运能力明显提升.....	10
电力设备：板块业绩平稳增长，经营现金流有所改善.....	11
一次设备：板块业绩高增长，盈利能力保持平稳.....	11
二次设备：板块盈利保持平稳，盈利能力有所提升.....	12
工控：板块业绩有所下滑，经营现金流由负转正.....	12
低压电器：板块盈利保持平稳，经营现金流大幅增长.....	12
投资建议.....	13
风险提示.....	14



图表目录

图表 1. 2019 年前三季度全行业基本情况.....	4
图表 2. 2019 年第三季度全行业基本情况.....	4
图表 3. 2019 年第三季度末全行业存货与应收账款情况.....	5
图表 4. 2019 年前三季度新能源汽车子行业基本情况.....	6
图表 5. 2019 年第三季度新能源汽车子行业基本情况.....	6
图表 6. 2019 年第三季度末新能源汽车子行业存货与应收账款情况.....	7
图表 7. 2019 年前三季度新能源发电子行业基本情况.....	9
图表 8. 2019 年第三季度新能源发电子行业基本情况.....	9
图表 9. 2019 年第三季度末新能源发电子行业存货与应收账款情况.....	9
图表 10. 2019 年前三季度电力设备子行业基本情况.....	11
图表 11. 2019 年第三季度电力设备子行业基本情况.....	11
图表 12. 2019 年第三季度末电力设备子行业存货与应收账款情况.....	11
附录图表 13. 报告中提及上市公司估值表.....	15

全行业：板块盈利略有下降，经营现金流大幅改善

2019年前三季度全行业盈利略有下降：2019年前三季度，全行业上市公司（我们选取的股票池共207家）营业收入达到9,721.73亿元，同比增长12.28%，实现归属上市公司股东净利润617.08亿元，同比下降7.73%。其中，新能源汽车行业实现营业收入3,565.01亿元，同比增长9.09%，归属上市公司股东净利润159.06亿元，同比减少32.55%。新能源发电行业实现营业收入4,760.20亿元，同比增长15.50%，实现归属上市公司股东净利润335.52亿元，同比增长6.54%。电力设备行业实现营业收入1,396.52亿元，同比增长10.02%，归属上市公司股东净利润122.50亿元，同比增长3.79%。

第三季度板块细分领域盈利分化明显：第三季度全行业实现归属上市公司的股东净利润219.70亿元，同比减少5.16%，其中新能源汽车行业实现盈利47.00亿元，同比减少43.54%，新能源发电行业实现盈利123.48亿元，同比增长21.06%，电力设备行业盈利49.21亿元，同比增长6.07%。

整体盈利能力略有下降，新能源汽车降幅最大：2019年前三季度，全行业平均毛利率为22.79%，同比下降0.85个百分点，净利率7.26%，同比降低1.58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20.25%，同比降低1.77个百分点，平均净利率为5.04%，同比降低3.08个百分点；新能源发电板块行业盈利能力略有下降，毛利率23.02%，同比下降0.34个百分点，净利率8.32%，同比下降0.77个百分点；电力设备板块毛利率28.45%，同比降低0.22个百分点，平均净利率为9.29%，同比降低0.55个百分点。

经营现金流大幅改善：2019年前三季度，全行业经营现金净流入678.18亿元，同比大幅增长158.71%，其中新能源汽车板块同比增长66.15%至272.82亿元，新能源发电板块同比增长118.23%至340.13亿元，电力设备板块由去年同期净流出57.92亿元转为净流入65.23亿元。其中，第三季度行业经营净现金流同比增长9.73%至421.24亿元，其中新能源汽车板块同比下降21.67%至154.52亿元，新能源发电板块同比增长29.54%至222.52亿元，电力设备板块同比增长198.01%至44.20亿元。

存货和应收账款周转效率有所提升：2019年三季度末，全行业应收账款总额4,566.32亿元，同比增长2.86%；存货总额3,165.49亿元，同比增长3.70%。应收账款周转天数同比降低10.32天至121.32天，存货周转天数同比降低7.46天至107.82天，营运能力有所提升。

图表 1. 2019年前三季度全行业基本情况

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)	
	2019 前三 季度	同比 (%)	2019 前三 季度	同比 (%)	2019 前三 季度	同比 (pct)	2019 前三 季度	同比 (pct)	2019 前三 季度	同比 (%)
新能源汽车	3,565.01	9.09	159.06	(32.55)	20.25	(1.77)	5.04	(3.08)	272.82	66.15
新能源发电	4,760.20	15.50	335.52	6.54	23.02	(0.34)	8.32	(0.77)	340.13	118.23
电力设备	1,396.52	10.02	122.50	3.79	28.45	(0.22)	9.29	(0.55)	65.23	-
全行业	9,721.73	12.28	617.08	(7.73)	22.79	(0.85)	7.26	(1.58)	678.18	158.71

资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 2019年第三季度全行业基本情况

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)	
	2019 第三 季度	同比 (%)	2019 第三 季度	同比 (%)	2019 第三 季度	同比 (pct)	2019 第三 季度	同比 (pct)	2019 第三 季度	同比 (%)
新能源汽车	1,269.77	2.79	47.00	(43.54)	19.57	(2.21)	4.27	(3.50)	154.52	(21.67)
新能源发电	1,682.01	22.22	123.48	21.06	23.43	(0.41)	8.46	(0.38)	222.52	29.54
电力设备	511.45	8.49	49.21	6.07	29.29	0.70	10.27	(0.10)	44.20	198.01
全行业	3,463.23	12.34	219.70	(5.16)	22.88	(0.86)	7.19	(1.45)	421.24	9.73

资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 2019 年三季度末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	
	2019 三 季度末	同比(%)	2019 三 季度末	同比(%)	2019 前三 季度	同比变化	2019 前三 季度	同比变化
新能源汽车	1,406.55	0.03	950.06	(0.65)	104.45	(6.42)	87.83	(1.89)
新能源发电	2,025.47	1.46	1,659.74	5.32	106.60	(17.11)	115.36	(13.91)
电力设备	1,134.29	9.37	555.69	6.81	214.53	3.73	137.07	(1.33)
全行业	4,566.32	2.86	3,165.49	3.70	121.32	(10.32)	107.82	(7.46)

资料来源: 万得, 中银国际证券



新能源汽车：板块业绩承压，三季度盈利底部显现

板块收入平稳增长，短期业绩承压：由于2019年上半年补贴退坡幅度较大，新能源汽车产业链以量补价压力较大，板块盈利能力下滑，短期业绩承压。2019年前三季度，新能源汽车板块实现营业收入3,565.01亿元，同比增长9.09%，归属于上市公司股东净利润159.06亿元，同比减少32.55%。行业平均毛利率20.25%，同比降低1.77个百分点；平均净利率5.04%，同比降低3.08个百分点，盈利能力下滑明显。值得关注的是，板块前三季度经营现金流净流入272.82亿元，同比大幅增长66.15%。

第三季度业绩下滑明显：板块第三季度实现营业收入1,269.77亿元，同比增长2.79%，实现盈利47.00亿元，同比减少43.54%，我们预计第三季度业绩下滑明显的主要原因是产业链价格进一步下滑，影响企业盈利能力和业绩。第三季度行业毛利率19.57%，同比降低2.21个百分点，净利率4.27%，同比降低3.50个百分点。经营现金流同比下降21.67%至154.52亿元。

板块营运能力有所提升：2019年三季度末，新能源汽车板块应收账款总额同比增长0.03%至1,406.55亿元，存货总额同比下降0.65%至950.06亿元；2019年前三季度，板块应收账款周转天数下降6.42天至104.45天，存货周转天数降低1.89天至87.83天。

图表 4. 2019 年前三季度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)	
	2019 前三 季度	同比 (%)	2019 前三季 度	同比 (%)	2019 前三 季度	同比 (pct)	2019 前三 季度	同比 (pct)	2019 前三 季度	同比 (%)
锂电池	1,747.33	15.46	74.41	(1.83)	19.84	(0.18)	4.63	(1.07)	188.15	50.08
锂电池材料	858.50	2.44	36.43	(34.26)	18.18	0.38	5.10	(2.85)	25.22	-
电池设备	61.41	3.42	9.00	8.39	35.58	4.94	15.04	1.02	5.57	-
锂电池资源	362.25	5.92	11.74	(83.59)	22.75	(18.20)	4.86	(18.05)	39.90	29.74
电机电控	216.40	4.38	12.81	30.02	23.04	0.30	6.02	1.01	6.80	(15.71)
充电设施	319.12	3.63	14.66	(1.29)	20.40	0.22	4.74	(0.27)	7.19	(24.51)
全行业	3,565.01	9.09	159.06	(32.55)	20.25	(1.77)	5.04	(3.08)	272.82	66.15

资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 2019 年第三季度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)	
	2019 年 第三季度	同比(%)	2019 年 第三季度	同比(%)	2019 年 第三季度	同比(pct)	2019 年 第三季度	同比(pct)	2019 年 第三季度	同比(%)
锂电池	623.39	3.42	22.88	(34.98)	18.79	(1.78)	3.97	(2.48)	100.35	(26.27)
锂电池材料	316.84	(2.47)	12.23	(40.92)	18.27	(0.25)	4.88	(3.43)	32.57	86.70
电池设备	23.03	6.28	2.94	4.87	34.22	3.44	12.80	(0.09)	2.03	29.72
锂电池资源	119.95	6.73	1.80	(89.19)	20.86	(15.15)	3.08	(13.86)	9.46	(51.97)
电机电控	71.09	3.63	1.38	(51.69)	23.60	0.42	2.03	(2.43)	1.84	(75.31)
充电设施	115.48	10.00	5.77	14.45	20.58	(0.14)	5.16	0.16	8.28	(44.90)
全行业	1,269.77	2.79	47.00	(43.54)	19.57	(2.21)	4.27	(3.50)	154.52	(21.67)

资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 2019 年三季度末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	
	2019 三季度末	同比(%)	2019 三季度末	同比(%)	2019 前三季度	同比变化	2019 前三季度	同比变化
锂电池	702.01	(9.16)	414.21	(0.18)	133.24	(17.84)	92.58	2.21
锂电池材料	306.78	29.33	197.51	9.32	93.73	17.65	72.60	10.43
电池设备	40.75	35.58	40.01	0.12	158.88	30.54	268.99	6.35
锂电池资源	83.18	(2.79)	133.63	(17.84)	59.07	(1.66)	135.16	(50.08)
电机电控	92.07	(0.71)	71.60	(0.90)	117.13	(0.19)	115.22	(0.13)
充电设施	181.77	(3.21)	93.11	8.50	146.20	(5.26)	91.15	1.94
小计	1,406.55	0.03	950.06	(0.65)	104.45	(6.42)	87.83	(1.89)

资料来源: 万得, 中银国际证券

锂电池: 板块业绩略有下降, 龙头企业业绩良好

行业分化加剧, 板块业绩承压: 2019 年前三季度, 锂电池板块总营业收入达到 1,747.33 亿元, 同比增长 15.46%, 实现归属上市公司股东净利润 74.41 亿元, 同比下降 1.83%。板块毛利率 19.84%, 同比降低 0.18 个百分点, 净利率 4.63%, 同比降低 1.07 个百分点。板块业绩分化明显, 龙头业绩维持高增长, 其中宁德时代前三季度盈利 34.64 亿元, 同比增长 45.65%, 亿纬锂能前三季度盈利 11.59 亿元, 同比增长 205.94%。

第三季度业绩下滑幅度加大: 2019 年第三季度锂电池板块实现营业收入 623.39 亿元, 同比增长 3.42%, 实现盈利 22.88 亿元, 同比减少 34.98%。毛利率同比降低 1.78 个百分点至 18.79%, 净利率同比降低 2.48 个百分点至 3.97%, 我们预计第三季度板块业绩下滑幅度加大的主要原因, 一是三季度下游新能源汽车销量同比下降, 动力电池需求不及预期, 二是三季度动力电池价格有所下滑, 盈利能力下降明显。

经营现金流大幅好转, 营运能力有所提升: 2019 年前三季度, 锂电池板块经营现金流同比增长 50.08% 至 188.15 亿元, 经营现金流大幅好转, 盈利质量明显提升。2019 年三季度末, 板块应收账款总额 702.01 亿元, 同比下降 9.16%, 应收账款周转天数降低 17.84 天至 133.24 天; 存货同比下降 0.18% 至 414.21 亿元, 存货周转天数增加 2.21 天至 92.58 天, 行业营运能力有所提升。

锂电材料: 板块盈利下滑, 经营现金流大幅好转

板块业绩承压, 盈利能力有所下降: 2019 年前三季度, 锂电池材料板块实现营业收入 858.50 亿元, 同比增长 2.44%, 实现归属于上市公司股东净利润 36.43 亿, 同比下降 34.26%。其中第三季度板块实现营业收入 316.84 亿元, 同比下降 2.47%, 实现盈利 12.23 亿元, 同比下降 40.92%。2019 年前三季度板块毛利率水平 18.18%, 同比提升 0.38 个百分点, 净利率水平 5.10%, 同比下降 2.85 个百分点。其中第三季度板块毛利率 18.27%, 同比下降 0.25 个百分点, 板块净利率 4.88%, 同比下降 3.43 个百分点。

三季度新能源汽车销量不景气拖累细分板块龙头业绩: 正极材料正极龙头当升科技前三季度盈利 2.20 亿元, 同比增长 6.98%, 其中三季度单季盈利 6,857 万元, 同比下降 25.89%; 电解液龙头新宙邦前三季度盈利 2.39 亿元, 同比增长 15.08%, 第三季度盈利 1.05 亿元, 同比增长 20.63%。负极材料价格保持平稳, 但原材料针状焦等涨价一定程度上削弱了盈利能力, 龙头璞泰来前三季度盈利 4.58 亿元, 同比增长 6.83%, 第三季度盈利 1.95 亿元, 同比增长 13.11%。隔膜行业降价压力仍然较大, 湿法龙头恩捷股份一枝独秀, 前三季度盈利 6.32 亿元, 同比增长 95.80%, 干法龙头星源材质前三季度盈利 1.96 亿元, 同比增长 9.45%, 其中第三季度盈利 2,388 万元, 同比下降 7.57%。

经营现金流大幅好转, 营运能力有所下降: 2019 年前三季度, 锂电池材料板块净经营现金流由去年同期净流出 1.98 亿元转为净流入 25.22 亿元, 经营现金流大幅改善。2019 年三季度末, 板块应收账款总额 306.78 亿元, 同比增长 29.33%, 应收账款周转天数增加 17.65 天至 93.73 天; 存货同比增长 9.32% 至 197.51 亿元, 存货周转天数增加 10.43 天至 72.60 天, 营运能力有所下降。



电池设备：板块业绩保持平稳，盈利能力大幅提升

板块业绩保持平稳，盈利能力大幅提升：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。2019年前三季度板块实现营业收入61.41亿元，同比增长3.42%，盈利9.00亿元，同比增长8.39%。前三季度板块毛利率提升4.94个百分点至35.58%，净利率提升1.02个百分点至15.04%，盈利能力大幅提升。其中第三季度实现盈利2.94亿元，同比增长4.87%，毛利率34.22%，同比提升3.44个百分点，净利率12.80%，同比降低0.09个百分点。

经营现金流大幅好转，营运能力有所下降：2019年前三季度板块经营性现金由去年同期净流出7.53亿元转为净流入5.57亿元，经营现金流大幅改善。三季度末，应收账款同比增长35.58%至40.75亿元，对应收账款周转天数增加30.54天至158.88天，账期明显拉长；存货同比增长0.12%至40.01亿元，存货周转天数同比增长6.35天至268.99天。

锂电池资源：锂钴价格处于低位，龙头企业业绩承压

锂钴价格下滑，龙头业绩承压：2019年前三季度，锂电池资源板块实现营业收入362.25亿元，同比增长5.92%，实现归属上市公司股东净利润11.74亿元，同比下降83.59%。龙头企业业绩承压，其中中华友钴业实现营业收入140.23亿元，同比增长39.20%，盈利9,276万元，同比下降95.15%；寒锐钴业实现营业收入12.43亿元，同比下降42.41%，亏损4,030万元，同比下降105.75%；天齐锂业实现营业收入37.97亿元，同比下降20.12%，盈利1.39亿元，同比下降91.74%；赣锋锂业实现营业收入42.11亿元，同比增长17.17%，盈利3.29亿元，同比下降70.25%。

板块龙头第三季度盈利边际好转：锂电池资源板块第三季度实现营业收入119.95亿元，同比增长6.73%，实现盈利1.80亿元，同比减少89.19%。其中中华友钴业第三季度盈利5,993万元，同比下降85.17%，寒锐钴业第三季度盈利3,623万元，同比下降79%，环比由负转正，龙头企业第三季度盈利边际好转。

盈利能力大幅下降，营运能力大幅提升：2019年前三季度锂电池资源板块毛利率22.75%，同比降低18.20个百分点，净利率4.86%，同比降低18.05个百分点。第三季度板块毛利率20.86%，同比降低15.15个百分点，净利率3.08%，同比降低13.86个百分点。板块2019年三季度末应收账款总额83.18亿元，同比下降2.79%，存货同比下降17.84%至133.63亿元。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1.66天至59.07天，存货周转天数减少50.08天至135.16天。

机电电控：板块业绩平稳增长，盈利能力有所提升

板块业绩平稳增长，盈利能力有所提升：2019年前三季度，机电电控板块实现营业收入216.40亿元，同比增长4.38%，实现归属上市公司股东净利润12.81亿元，同比增长30.02%；其中第三季度盈利1.38亿元，同比减少51.69%。2019年前三季度板块毛利率23.04%，同比提升0.30个百分点，板块净利率6.02%，同比提升1.01个百分点，其中三季度单季板块毛利率23.60%，同比提升0.42个百分点，净利率2.03%，同比下降2.43个百分点。

经营现金流保持流入，营运能力略有提升：2019年前三季度板块经营性现金净流入6.80亿元，同比下降15.71%。机电电控板块三季度末应收账款总额92.07亿元，同比下降0.71%，应收账款周转天数下降0.19天至117.13天；三季度末存货同比下降0.90%至71.60亿元，存货周转天数下降0.13天至115.22天。

充电设施：板块业绩略有下降，盈利能力保持平稳

板块业绩略有下降，营运能力保持平稳：2019年前三季度充电设施板块实现营业收入319.12亿元，同比增长3.63%，实现归属上市公司股东的净利润14.66亿元，同比减少1.29%。2019年三季度末板块应收账款总额181.77亿元，同比下降3.21%，应收账款周转天数146.20天，同比下降5.26天，存货周转天数91.15天，同比增加1.94天。

盈利能力保持平稳，经营现金流大幅改善：2019年前三季度板块毛利率为20.40%，同比提升0.22个百分点，板块净利率为4.74%，同比降低0.27个百分点，板块盈利能力基本保持平稳。2019年前三季度板块经营现金流净流入7.19亿元，同比下降24.51%。

新能源发电：板块业绩略有增长，第三季度光伏表现亮眼

板块业绩略有增长，经营现金流大幅改善：2019年前三季度，新能源发电行业实现营业收入4,760.20亿元，同比增长15.50%，实现盈利335.52亿元，同比增长6.54%，板块毛利率23.02%，同比降低0.34个百分点，板块净利率8.32%，同比降低0.77个百分点。板块经营净现金流340.13亿元，同比大增118.23%。

第三季度板块业绩增长加速：第三季度板块实现营业收入1,682.01亿元，同比增长22.22%；归属上市公司股东净利润123.48亿元，同比增长21.06%。板块毛利率23.43%，同比下降0.41个百分点，净利率为8.46%，同比降低0.38个百分点。板块经营净现金流由同比增长29.54%至222.52亿元。

板块营运效率明显提升：2019年三季度末板块应收账款总额2,025.47亿元，同比增长1.46%，对应应收账款周转天数为106.60天，同比减少17.11天；三季度末板块存货总额1,659.74亿元，同比增长5.32%，对应存货周转天数为115.36天，同比减少13.91天。

图表 7. 2019 年前三季度新能源发电子行业基本情况

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)	
	2019 前三 季度	同比(%)	2019Q3	同比(%)	2019 前三 季度	同比(pct)	2019 前三 季度	同比(pct)	2019 前三 季度	同比(%)
光伏	2,206.67	15.86	186.24	12.54	22.36	0.25	8.97	(0.09)	200.90	467.90
风电	755.70	29.56	57.66	1.55	22.93	(3.18)	8.02	(2.18)	80.87	74.71
储能	321.38	15.70	9.78	(10.00)	16.67	0.55	2.78	(0.97)	7.48	-
核电	1,476.45	8.91	81.84	0.04	25.44	0.01	8.72	(1.04)	50.88	(32.76)
全行业	4,760.20	15.50	335.52	6.54	23.02	(0.34)	8.32	(0.77)	340.13	118.23

资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 2019 年第三季度新能源发电子行业基本情况

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)	
	2019 第三 季度	同比(%)	2019 第三 季度	同比(%)	2019 第三 季度	同比(pct)	2019 第三 季度	同比(pct)	2019 第三 季度	同比(%)
光伏	815.24	25.61	76.89	50.02	23.53	1.59	9.96	1.84	101.59	171.20
风电	273.44	21.33	21.92	(7.69)	23.21	(2.70)	8.47	(2.44)	71.79	41.35
储能	122.95	14.91	3.63	(3.61)	17.26	1.06	2.56	(0.77)	9.96	27.14
核电	470.38	19.14	21.04	(9.43)	25.00	(2.85)	7.38	(2.94)	39.17	(48.24)
全行业	1,682.01	22.22	123.48	21.06	23.43	(0.41)	8.46	(0.38)	222.52	29.54

资料来源：万得，中银国际证券

图表 9. 2019 年三季度末新能源发电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	
	2019 三 季度末	同比(%)	2019 三 季度末	同比(%)	2019 前三 季度	同比变化	2019 前三 季度	同比变化
光伏	854.49	1.68	545.66	4.76	101.29	(10.11)	80.39	(4.91)
风电	495.97	6.31	258.62	24.61	164.20	(39.70)	105.11	(11.94)
储能	129.19	(3.41)	107.91	(1.14)	103.37	(18.63)	102.65	(7.96)
核电	545.83	(1.77)	747.54	1.24	87.16	(21.65)	179.05	(25.15)
全行业	2,025.47	1.46	1,659.74	5.32	106.60	(17.11)	115.36	(13.91)

资料来源：万得，中银国际证券



光伏：板块业绩高增长，经营现金流大幅改善

第三季度板块业绩高速增长：前三季度光伏板块实现营业收入 2,206.67 亿元，同比增长 15.86%，实现归属上市公司股东的净利润 186.24 亿元，同比增长 12.54%。其中第三季度光伏板块总营业收入 815.24 亿元，同比增长 25.61%，实现归属上市公司股东的净利润 76.89 亿元，同比增长 50.02%。第三季度业绩大幅增长的主要原因是 2018 年“531 新政”导致行业需求在短期内出现了断崖式下滑，供需格局恶化，产业链产品价格下降明显，导致上市公司短期内业绩显著承压，去年同期业绩基数较低所致。单晶龙头隆基股份 2019 年前三季度实现营收 226.93 亿元，同比增长 54.68%，归属上市公司股东净利润 34.84 亿元，同比增长 106.03%。通威股份 2019 年前三季度实现收入 280.25 亿元，同比增长 31.04%，归属上市公司股东净利润 22.43 亿元，同比增长 35.14%。东方日升实现营业收入 97.74 亿元，同比增长 42.87%，实现盈利 7.83 亿元，同比增长 271.13%。

盈利能力有所提升，经营现金流大幅改善：光伏板块前三季度毛利率为 22.36%，同比提升 0.25 个百分点，净利率 8.97%，同比降低 0.09 个百分点。其中第三季度毛利率 23.53%，同比提升 1.59 个百分点，净利率 9.96%，同比提升 1.84 个百分点。2019 年前三季度，光伏板块经营现金流整体净流入 200.90 亿元，同比增长 467.90%，第三季度经营现金流 101.59 亿元，同比增长 171.20%。

营运效率有所提升：全板块 2019 年三季度末应收账款总额 854.49 亿元，同比增长 1.68%，对应应收账款周转天数下降 10.11 天至 101.29 天；存货同比增长 4.76% 至 545.66 亿元，对应存货周转天数 80.39 天，同比下降 4.91 天。

风电：板块盈利保持平稳，营运效率大幅提升

板块盈利平稳，龙头业绩分化：2019 年前三季度风电板块总营业收入达到 755.70 亿元，同比增长 29.56%，实现归属上市公司股东净利润 57.66 亿元，同比增长 1.55%。其中第三季度板块总营业收入达到 273.44 亿元，同比增长 21.33%，实现归属上市公司股东净利润 21.92 亿元，同比减少 7.69%。风机龙头金风科技前三季度实现营收 247.35 亿元，同比增长 38.84%，归属上市公司股东净利润 15.91 亿元，同比下降 34.24%。风塔龙头天顺风能前三季度实现营业收入 38.04 亿元，同比增长 51.55%，归属上市公司股东净利润 5.46 亿元，同比增长 52.55%。天能重工前三季度实现营业收入 14.85 亿元，同比增长 91.50%，盈利 1.46 亿元，同比增长 143.10%。

盈利能力有所下降，经营现金流大幅改善：全板块 2019 年前三季度毛利率为 22.93%，同比下降 3.18 个百分点，净利率 8.02%，同比降低 2.18 个百分点。其中第三季度板块毛利率为 23.21%，同比下降 2.70 个百分点，净利率 8.47%，同比降低 2.44 个百分点。2019 年前三季度，风电板块经营现金流同比增长 74.71% 至 80.87 亿元，同比大幅改善。

板块营运能力大幅提升：风电板块 2019 年三季度末应收账款总额 495.97 亿元，同比增长 6.31%，周转天数下降 39.70 天至 164.20 天；存货同比增长 24.61% 至 258.62 亿元，对应周转天数下降 11.94 天至 105.11 天。

核电：板块业绩保持平稳，营运能力明显提升

板块盈利保持平稳，第三季度业绩下滑：2019 年前三季度核电板块实现总营业收入 1,476.45 亿元，同比增长 8.91%，盈利同比增长 0.04% 至 81.84 亿元。运营龙头中国核电实现营收 338.86 亿元，同比增长 20.35%，归属上市公司股东净利润 36.84 亿元，同比减少 3.05%。2019 年第三季度核电板块总营业收入 470.38 亿元，同比增长 19.14%，盈利同比减少 9.43% 至 21.04 亿元。

第三季度盈利能力有所下滑：全板块 2019 年前三季度毛利率 25.44%，同比提升 0.01 个百分点，净利率 8.72%，同比降低 1.04 个百分点，盈利能力有所下滑。其中第三季度毛利率 25.00%，同比下降 2.85 个百分点，净利率 7.38%，同比降低 2.94 个百分点。板块经营现金流整体同比下降 32.76% 至 50.88 亿元。

板块营运能力提升明显：全板块三季度末应收账款总额 545.83 亿元，同比减少 1.77%，对应周转天数减少 21.65 天至 87.16 天；三季度末存货同比增加 1.24% 至 747.54 亿元，存货周转天数减少 25.15 天至 179.05 天，营运能力提升明显。

电力设备：板块业绩平稳增长，经营现金流有所改善

板块业绩平稳增长，盈利能力略有下滑：2019年前三季度，电力设备行业实现营业收入1,396.52亿元，同比增长10.02%，归属上市公司股东净利润122.50亿元，同比增长3.79%。板块毛利率28.45%，同比降低0.22个百分点，净利率为9.29%，同比降低0.55个百分点。其中，第三季度板块实现盈利49.21亿元，同比增长6.07%，板块毛利率29.29%，同比提升0.70个百分点，板块净利率10.27%，同比降低0.10个百分点，板块业绩平稳增长，盈利能力略有下滑。前三季度行业整体经营现金净流入65.23亿元，去年同期净流出57.92亿元。前三季度板块应收账款周转天数为214.53天，同比增加3.73天；存货周转天数为137.07天，同比下降1.33天。

图表 10. 2019 年前三季度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)	
	2019 前三 季度	同比(%)	2019 前三 季度	同比(%)	2019 前三 季度	同比(pct)	2019 前三 季度	同比(pct)	2019 前三 季度	同比(%)
一次设备	394.70	13.84	19.79	39.99	22.34	(0.31)	4.96	1.05	(15.76)	(68.24)
二次设备	481.76	2.83	49.68	(1.45)	31.50	0.61	11.00	(0.49)	14.20	(159.32)
工控与电力电子	199.95	11.81	15.21	(7.17)	29.95	(0.47)	7.95	(1.70)	18.47	(508.89)
低压电器	320.11	16.30	37.82	1.94	30.46	(0.89)	12.88	(1.74)	48.31	139.83
全行业	1396.52	10.02	122.50	3.79	28.45	(0.22)	9.29	(0.55)	65.23	(212.61)

资料来源：万得，中银国际证券

图表 11. 2019 年第三季度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)	
	第三季度	同比(%)	第三季度	同比(%)	第三季度	同比(pct)	第三季度	同比(pct)	第三季度	同比(%)
一次设备	144.71	13.99	8.72	51.13	23.01	0.67	6.10	1.66	1.08	(145.16)
二次设备	176.47	(2.20)	20.52	(1.85)	32.48	1.65	12.50	0.11	5.71	(8.60)
工控与电力电子	75.57	18.88	5.82	(5.94)	29.49	0.10	8.29	(1.67)	9.85	210.38
低压电器	114.71	14.18	14.14	4.58	32.17	0.24	13.41	(1.10)	27.57	253.47
全行业	511.45	8.49	49.21	6.07	29.29	0.70	10.27	(0.10)	44.20	198.01

资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. 2019 年三季度末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	
	2019 三季度末	同比(%)	2019 三季度末	同比(%)	2019 前三季度	同比变化	2019 前三季度	同比变化
一次设备	408.20	9.76	201.50	3.72	266.80	1.15	158.86	(13.43)
二次设备	510.16	7.80	213.46	15.82	290.40	19.73	153.27	13.81
工控与电力电子	93.61	2.65	74.86	(1.69)	122.36	(6.45)	137.28	(4.22)
低压电器	122.33	21.44	65.86	0.53	93.47	0.38	82.93	(3.51)
全行业	1,134.29	9.37	555.69	6.81	214.53	3.73	137.07	(1.33)

资料来源：万得，中银国际证券

一次设备：板块业绩高增长，盈利能力保持平稳

龙头业绩回暖，板块盈利大增：2019年前三季度，一次设备板块总营业收入为394.70亿元，同比增长13.84%，实现归属上市公司股东净利润19.79亿元，同比增长39.99%。龙头平高电气前三季度盈利1.18亿元，同比大幅增长5156.37%，思源电气前三季度盈利4.10亿元，同比增长71.18%，龙头业绩大幅增长。第三季度板块实现营业收入144.71亿元，同比增长13.99%，实现盈利8.72亿元，同比增长51.13%，业绩大幅增长。



盈利能力保持平稳，经营现金流有所好转：全板块 2019 年前三季度毛利率同比降低 0.31 个百分点至 22.34%，净利率同比提升 1.05 个百分点至 4.96。板块经营现金流净流出 15.76 亿元，去年同期净流出 49.61 亿元。

应收与存货有所增长，存货周转效率提升：全板块 2019 年三季度末应收账款总额 408.20 亿元，同比增长 9.76%，对应周转天数增加 1.15 天至 266.80 天；三季度末存货同比增加 3.72% 至 201.50 亿元，周转天数下降 13.43 天至 158.86 天。

二次设备：板块盈利保持平稳，盈利能力有所提升

板块盈利保持平稳，龙头业绩出现分化：二次设备板块前三季度营收 481.76 亿元，增速为 2.83%，归属上市公司股东净利润 49.68 亿元，同比下降 1.45%。其中，第三季度板块盈利 20.52 亿元，同比下降 1.85%。板块龙头业绩分化，其中电南瑞前三季度盈利 21.46 亿元，同比下降 7.32%；许继电气盈利同比增长 71.45% 至 2.66 亿元。

盈利能力有所提升，经营现金流转为净流入：全板块前三季度毛利率为 31.50%，同比增长 0.61 个百分点，净利率 11.00%，同比下降 0.49 个百分点，第三季度毛利率 32.48%，同比提升 1.65 个百分点，净利率 12.50%，同比提升 0.11 个百分点。板块经营现金流整体净流入 14.20 亿元，去年同期净流出 23.94 亿元。

板块营运能力有所下降：全板块 2019 年三季度末应收账款总额 510.16 亿元，同比增长 7.80%，应收账款周转天数增加 19.73 天至 290.40 天；存货同比增加 15.82% 至 213.46 亿元，存货周转天数增加 13.81 天至 153.27 天。

工控：板块业绩有所下滑，经营现金流由负转正

板块业绩有所下滑，龙头盈利承压：前三季度工控与电力电子板块总营业收入 199.95 亿元，同比增长 11.81%，全板块实现归属上市公司股东净利润 15.21 亿元，同比减少 7.17%。其中汇川技术前三季度实现盈利 6.46 亿元，同比下降 18.65%；英威腾亏损 3,939 万元，去年同期盈利 1.86 亿元；智光电气实现盈利 4,368 万元，同比下降 47.76%。

盈利能力有所下降，经营现金流由负转正：全板块 2019 年前三季度毛利率为 29.95%，同比下降 0.47 个百分点，净利率 7.95%，同比下降 1.70 个百分点，其中第三季度板块毛利率 29.49%，同比提升 0.10 个百分点，净利率 8.29%，同比下降 1.67 个百分点。2019 年前三季度，工控与电力电子板块经营现金流整体净流入 18.47 亿元，去年同期净流出 4.52 亿元。

板块营运能力有所提升：全板块 2019 年三季度末应收账款 93.61 亿元，同比增长 2.65%，存货 74.86 亿元，同比下降 1.69%。前三季度应收账款周转天数 122.36 天，同比下降 6.45 天，存货周转天数 137.28 天，同比下降 4.22 天。

低压电器：板块盈利保持平稳，经营现金流大幅增长

低压电器板块盈利保持平稳：2019 年前三季度低压电器板块总营业收入 320.11 亿元，同比增长 16.30%，实现归属上市公司股东净利润 37.82 亿元，同比增长 1.94%。板块第三季度实现营业收入 114.71 亿元，同比增长 14.18%，实现盈利 14.14 亿元，同比增长 4.58%。其中正泰电器前三季度实现盈利 28.64 亿元，同比增长 2.65%；宏发股份前三季度实现盈利 5.56 亿元，同比下降 5.54%。

盈利能力有所下降，经营现金流大幅增长：低压电器板块前三季度毛利率为 30.46%，同比略降 0.89 个百分点，净利率 12.88%，同比下降 1.74 个百分点。2019 年前三季度，低压电器板块经营现金流整体净流入 48.31 亿元，同比增加 139.83%。

应收账款与存货均略有增加：低压电器板块 2019 年三季度末应收账款 122.33 亿元，同比增长 21.44%，存货 65.86 亿元，同比增长 0.53%。前三季度板块应收账款周转天数增加 0.38 天至 93.47 天，存货周转天数下降 3.51 天至 82.93 天。



投资建议

新能源发电：海外光伏需求持续景气，叠加国内光伏需求高峰来临，产业链供需有望改善；光伏制造业方面推荐龙头隆基股份、通威股份，建议关注中环股份、东方日升，同时推荐电站龙头林洋能源、正泰电器、阳光电源，光伏设备方面推荐晶盛机电，建议关注迈为股份、捷佳伟创。国内风电存量项目建设进度有望加速，2019-2020年国内需求高增长可期；推荐铸件龙头日月股份、风塔龙头天顺风能、风机龙头金风科技等。

新能源汽车：产业链中游或将在2019年三季度确立盈利底；三季度后，销量有望回暖，叠加产业政策刺激，中游产业链或将逐月改善；长期看，全球电动化大趋势带来的持续成长性，让新能源汽车产业链长期投资价值凸显。我们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；短期看，板块前期走势已相对充分反映了三季度基本面，底部区域建议逐步加大配置。电池材料环节建议优选海外高端供应链标的，推荐璞泰来、当升科技、星源材质、恩捷股份、新宙邦等；设备环节对于补贴退坡敏感性较低，推荐先导智能等；电池环节推荐宁德时代、亿纬锂能、欣旺达等。

电力设备：国网提出加快泛在电力物联网建设，推荐引领电网智能化、信息化升级的龙头标的国电南瑞，建议关注岷江水电；同时建议关注电能采集、配网智能化等标的，推荐海兴电力，建议关注金智科技；工控领域推荐优质标的宏发股份、汇川技术，建议关注麦格米特。



风险提示

投资增速下降：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；若电力投资增速下降，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。

附录图表 13. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
601012.SH	隆基股份	买入	22.84	861.64	0.68	1.32	33.69	17.32	6.84
600438.SH	通威股份	买入	12.72	499.69	0.52	0.72	24.46	17.67	4.21
601222.SH	林洋能源	买入	4.45	78.39	0.43	0.50	10.35	8.90	5.50
601877.SH	正泰电器	买入	22.82	492.42	1.67	1.85	13.66	12.34	10.84
300316.SZ	晶盛机电	买入	14.70	180.98	0.45	0.50	32.67	29.40	3.41
002202.SZ	金风科技	买入	12.57	492.15	0.76	0.64	16.52	19.55	6.59
002531.SZ	天顺风能	买入	6.38	116.06	0.26	0.43	24.17	14.77	3.18
300014.SZ	亿纬锂能	买入	36.91	333.77	0.59	1.53	62.56	24.11	7.42
300450.SZ	先导智能	买入	32.75	280.04	0.84	1.09	38.99	30.07	4.37
603218.SH	日月股份	买入	18.94	101.21	0.53	0.93	35.87	20.30	6.05
603556.SH	海兴电力	买入	16.56	89.66	0.67	0.99	24.72	16.71	10.36
300274.SZ	阳光电源	增持	9.78	144.77	0.56	0.59	17.46	16.58	5.69
300750.SZ	宁德时代	增持	68.71	1568.41	1.54	2.03	44.62	33.86	16.73
300207.SZ	欣旺达	增持	13.80	204.76	0.45	0.53	30.67	26.04	3.56
300073.SZ	当升科技	增持	22.64	98.15	0.72	0.73	31.44	31.23	7.92
300037.SZ	新宙邦	增持	25.90	94.81	0.84	0.93	30.83	27.94	8.03
002812.SZ	恩捷股份	增持	33.88	259.41	1.09	1.03	31.08	32.89	5.35
300568.SZ	星源材质	增持	25.29	56.30	0.96	1.01	26.23	24.97	10.56
603659.SH	璞泰来	增持	53.82	215.85	1.37	1.63	39.28	33.02	7.36
600406.SH	国电南瑞	增持	21.95	979.44	0.90	0.95	24.39	23.18	6.12
300124.SZ	汇川技术	增持	24.93	402.88	0.70	0.63	35.61	39.38	4.06
600885.SH	宏发股份	增持	25.27	193.03	0.94	0.96	26.94	26.38	6.41
002129.SZ	中环股份	未有评级	11.50	318.62	0.23	0.42	50.00	27.38	4.71
300118.SZ	东方日升	未有评级	11.93	112.53	0.26	1.12	45.88	10.65	8.91
300751.SZ	迈为股份	未有评级	140.89	71.93	3.29	5.12	42.82	27.52	24.78
300724.SZ	捷佳伟创	未有评级	33.50	106.56	0.96	1.34	34.90	25.00	7.85
600131.SH	岷江水电	未有评级	21.65	102.31	0.20	0.31	108.25	69.84	2.60
002090.SZ	金智科技	未有评级	9.86	42.14	0.39	0.39	25.28	25.28	3.23
002851.SZ	麦格米特	未有评级	19.56	92.77	0.65	0.75	30.09	26.08	4.02

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 10 月 31 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

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，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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