

电气设备新能源

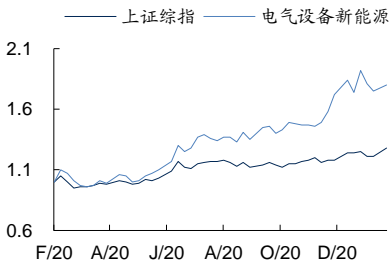
电力设备新能源 2021 年 3 月
投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 02 月 26 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《海上风电重大政策点评:十四五规划 4.5GW 海风,浙江拟出台地补支持》——2021-02-22
《能源变革专题研究之一:纵观全局:全球碳中和和现实与愿景》——2021-02-17
《国信证券-光伏系列深度之三-硅料行业专题:多晶硅料——“碳中和”下的乌亮黄金》——2021-02-03
《电力设备新能源 2 月投资策略:新能源勇往直前,电动化如日方升》——2021-01-29
《国信证券-平价风电专题之四(深度报告)-掘金风电:领先制造与开发双轮驱动之路》——2021-01-25

证券分析师:王蔚祺

电话:
E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080003

证券分析师:李恒源

电话:
E-MAIL: lihengyuan@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080009

联系人:万里明

电话: 010-88005329
E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

行业投资策略

登高眺远,聚焦国内两会与白宫百日新政动向

●【新能源】光伏迎来碳中和长期光明前景,海风获地方鼎力支持

光伏:2021 年新能源需求端逐步加速释放,产业链四条主线强逻辑待验证:1、光储结合或将在“十四五”期间爆发,关注竞争格局逐步趋优的逆变器及新兴储能市场相关标的;2、布局硅料与电池片的紧平衡双环节龙头,关注产能及技术产品超预期释放带来的成长空间;3、随着异质结技术导入,设备厂商将率先受益于新产品订单释放,关注拥有多代电池片核心设备积累及研发的相关标的;4、新能源运营商的成长性逻辑将逐步验证,关注行业正面临“存量电站资产重估+新增电站优质回报率加速装机”基本面重大变化。

风电:浙江省拟出台海上风电地方补贴政策,十四五期间规划发展 4.5GW,并明确支持发展深远海项目,夯实海底电缆市场前景,政策力度远超市场预期。目前粤苏浙三省十四五海风规划已达到 25GW,考虑福建、山东与辽宁的加入总规模将超 32GW,国补退出后 2022~2025 新增建设可达到 24GW 以上,年均新增 6GW。扫清海上风电龙头企业的估值障碍,全球海上风电市场是具有 10 年 5 倍成长性的黄金赛道,国内龙头企业凭借与国际比肩的技术积累和市场基础,有望在十四五期间顺利打开国际市场。

●【新能源汽车】开年放量高速增长,龙头扩产正酣

三条主线:1、伴随国内市场热销车型放量及地方支持政策预期加强,行业持续产销两旺趋势,部分环节(如电解液溶剂、六氟磷酸锂、锂电铜箔、磷酸铁锂正极等)涨价趋势加速带来产业链业绩预期环比明显改善,行业龙头受益于集中度提升及大客户放量趋势,宁德时代再投百亿产能;2、海外供应链的中间环节从落地到放量,各环节海外业务占比较高龙头将持续受益;3、行业技术变革有望加速,相关赛道将迎来新的机会。伴随下游 C 端需求对安全性、续航里程、快充速度等要求的综合性提升,锂电池高镍化、硅碳化、固态电池等技术普及有望实质性放量,掌握核心技术的行业龙头将享受量价齐升及市占率提升的多重红利。

●投资建议

【光伏】阳光电源、通威股份、迈为股份、太阳能、林洋能源、福斯特、中信博、上能电气、海优新材。【风电】建议关注海上风电制造各环节龙头企业:明阳智能、东方电缆、日月股份、金风科技、泰胜风能、天顺风能、天能重工。【新能源汽车】关注宁德时代、恩捷股份、天奈科技、嘉元科技、国轩高科、新宙邦、璞泰来、亿纬锂能、寒锐钴业、华友钴业等标的。

●风险提示:政策变动的风险;风电装机不及预期;电动车产销不及预期。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
002202	金风科技	增持	14.74	623	0.83	1.02	17.7	14.5
300750	宁德时代	增持	337.10	7853	2.33	4.05	144.7	83.2

资料来源:Wind,国信证券经济研究所预测

内容目录

国信电新月报之行业综述.....	4
行业动态回顾.....	5
新能源发电及储能.....	5
新能源汽车“三电”产业链.....	6
公司重大公告回顾.....	7
新能源发电及储能.....	7
新能源汽车“三电产业链”.....	7
月度行业观点概要.....	8
实时产业链数据跟踪.....	10
新能源汽车产业链：开年放量高速增长，龙头扩产正酣.....	10
光伏产业链：光伏四主线，强逻辑待验证，行业迎来碳中和长期光明前景.....	14
风电产业链：粤苏浙三省海风规划出炉，龙头企业有望冲击国际市场.....	18
国信证券投资评级.....	22
分析师承诺.....	22
风险提示.....	22
证券投资咨询业务的说明.....	22

图表目录

图 1: 一级行业月涨跌幅(%, 2021.01.23-2021.02.23)	4
图 2: 电气设备及新能源子行业涨跌幅(%, 2021.01.23-2021.02.23)	4
图 3: 动力电池市场价格行业一览(元/颗)	10
图 4: 三元正极市场价格一览(万元/吨)	11
图 5: 三元 5 系正极市场价格一览(万元/吨)	11
图 6: 正极磷酸铁锂市场价格一览(万元/吨)	11
图 7: 正极前驱体市场价格一览(万元/吨)	11
图 8: 负极市场价格一览(万元/吨)	12
图 9: 隔膜市场价格一览(元/平方米)	12
图 10: 电解液市场价格一览(万元/吨)	13
图 11: 六氟磷酸锂市场价格一览(万元/吨)	13
图 12: 钴价格一览(元/吨)	13
图 13: 氯化钴和硫酸钴价格一览(元/吨)	13
图 14: 氧化钴和四氧化三钴价格一览(元/吨)	13
图 15: 金属锂、碳酸锂价格一览(元/吨)	13
图 16: 国产原生多晶硅一级料出厂价(含税, ¥/kg)	14
图 17: 进口原生多晶硅经销价(不含税, \$/kg)	14
图 18: 多晶硅片出厂价(A 片含税, ¥/片)	15
图 19: 八寸单晶硅片出厂价(A 片含税, ¥/片)	15
图 20: 156 多晶硅电池片出厂价(含税, ¥/W)	15
图 21: 156 单晶硅电池片出厂价(含税, ¥/W)	15
图 22: 国内光伏组件价格一览(\$/W)	16
图 23: 多晶硅电池组件(250W, ¥/W, 含税)	16
图 24: 单晶硅电池组件(280W, ¥/W, 含税)	16
图 25: SOLARZOOM 光伏经理人指数(周)	17
表 1: 浙江省十四五电力装机容量和结构目标(征求意见稿)	18
表 2: 各省目前关于海上风电的十四五规划情况梳理	19
表 3: 广东省海上风电地方补贴方案(征求意见稿)	19
表 4: 国补(2019-2021)与地补/平价(2022-2025)阶段建设造价与供应链利润率比较	19
表 5: 广东省 2022 年并网项目收益率估算	19
表 6: 2022 年广东海上项目投资收益率敏感性分析	20

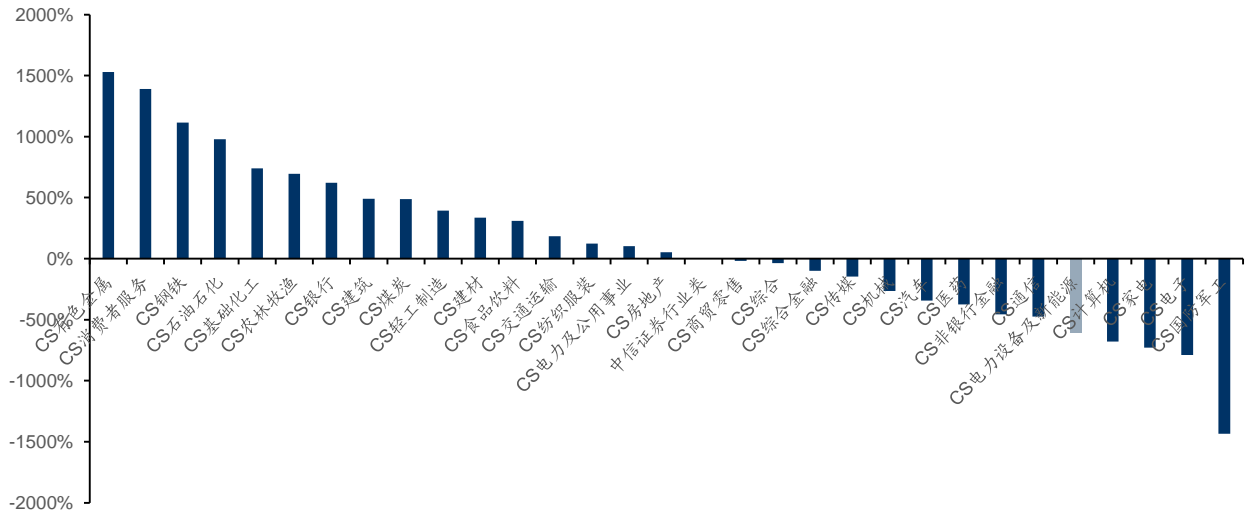
国信电新月报之行业综述

月度市场回顾

2021年1月23日到2021年2月23日电气设备板块(CI005011)下跌6.1%，沪深300上涨0.18%。电气设备行业整体市盈率TTM60.3倍，市净率3.80倍。

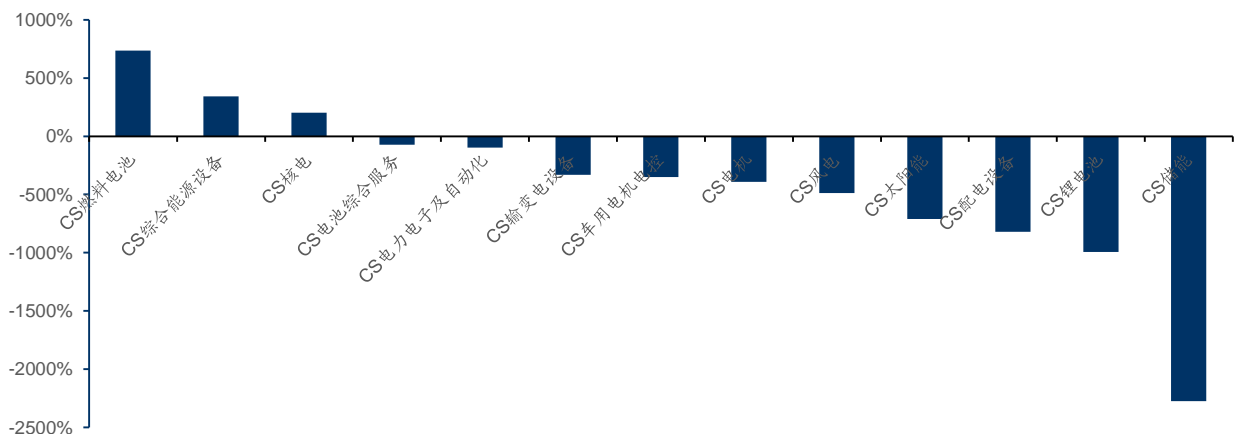
电新二级子版块中，涨幅前二的板块为：燃料电池(7.4%)、综合能源设备(3.4%)。

图 1：一级行业月涨跌幅（%，2021.01.23-2021.02.23）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2：电气设备 & 新能源子行业涨跌幅（%，2021.01.23-2021.02.23）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业动态回顾

新能源发电及储能

【十四五规划】浙江省提出十四五新增海上风电 4.5GW

2021年2月19日浙江省发改委公示了《浙江省能源发展“十四五”规划》，是继广东和江苏以后第3个对十四五期间海上风电给出明确量化发展规划的省份，同时也明确将出台地方补贴来支持海上风电发展。此次规划新增风电全部指标都集中在海上风电领域，浙江省规划十四五期间新增海上风电4.5GW，旨在积极推动海上风电可持续发展，加快建立省级财政补贴制度，通过竞争性方式配置新增项目。

【碳中和规划】风光发电于能源消费占比将提升至近六成

2021年1月28日，国家发改委能源研究所发布《2020年中国可再生能源展望报告》，报告中指出为了实现巴黎协定将温度变化控制在2℃的目标，中国非化石能源比重未来会持续高速增长，十四五达到25%，十五五达到34%，十六五达到42%。到2050年，中国非化石能源比重将提升至78%，其中风电将占能源消费的38.5%，光伏占21.5%。预期在十四五至十六五期间，中国的风电和光伏年均增长保持在150-300GW的区间，2035年以后逐渐下降。

【能源体系低碳转型】大力推动风电、光伏发展

2021年2月22日国务院发布《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》。意见提出，推动能源体系绿色低碳转型，坚持节能优先，完善能源消费总量和强度双控制度；提升可再生能源利用比例，大力推动风电、光伏发电发展，因地制宜发展水能、地热能、海洋能、氢能、生物质能、光热发电；加快大容量储能技术研发推广，提升电网汇集和外送能力；增加农村清洁能源供应，推动农村发展生物质能；开展绿色社区创建行动，大力发展绿色建筑，建立绿色建筑统一标识制度，结合城镇老旧小区改造推动社区基础设施绿色化和既有建筑节能改造。

【海外新能源】美国正式重返《巴黎协定》

拜登于2021年1月20日下午在白宫椭圆形办公室签署行政令，宣布美国将重新加入《巴黎协定》。拜登在签署文件前表示，美国将以迄今为止尚未采取的方式来应对气候变化。2021年2月19日，美国正式重新加入《巴黎协定》。

此前美国前总统特朗普于2017年6月宣布美国将退出《巴黎协定》。2020年11月4日，美国正式退出该协定。

新能源汽车“三电”产业链

【新能源汽车&锂电池】LG 能源解决方案已开始建造特斯拉 4680 电池试点产线

韩国动力电池企业 LG 化学 (LG Chem) 分拆出来的电池业务 LG 能源解决方案 (LG Energy Solution) 已开始建造特斯拉 4680 电池试点产线, 该生产线的运营时间可能早于松下。知情人士表示, LG 能源解决方案上个月就已开始准备为特斯拉 4680 电池建造一条试点生产线。目前, 该公司正在其 Ochang 工厂改造部分生产线, 而装配和电镀设备已经安装完毕。

【新能源汽车&锂电池】蔚来 100kWh 电池升级延期两月

近日, 蔚来官方 App 发布消息称, 由于 100kWh 电池组出现了短期的供不应求, 因此原定的“100kWh 电池灵活升级服务”将延后两个月开启预定。按年升级的用户, 将于 4 月 18 日上午 10 点开启预定; 按月升级的用户将于 6 月份开启预定。

【新能源汽车&锂电池】欣旺达成东风乘用车 E70 动力电池定点供应商

2 月 19 日股市收盘后, 欣旺达发布公告称, 其全资子公司欣旺达电动汽车, 于近日收到东风乘用车关于 E70 动力电池零部件定点供应商选择确定的通知函, 欣旺达电动汽车将为东风乘用车 E70 供应动力电池总成产品。

【新能源汽车&锂电池】蜂巢能源 20GWh 新工厂落户湖州

2 月 19 日, 蜂巢能源科技有限公司与浙江省湖州市正式签订投资协议, 蜂巢能源将投资 70 亿元在湖州南太湖新区建立年产 20GWh 的动力电池新基地。

【新能源汽车&锂电池】中汽协: 新能源汽车 1 月销量创历史新高

中汽协 2021 年首月汽车产销数据显示, 新能源汽车 1 月份分别产销 19.4 万、17.9 万辆, 分别同比增长 285.8% 和 238.5%, 新能源汽车已经连续 7 个月实现同比正增长。其中, 纯电动汽车产销量分别完成 16.6 万辆和 15.1 万辆, 分别同比增长 366.6% 与 287.8%; 插电式混合动力汽车产销分别完成 2.8 万辆和 2.9 万辆, 分别同比增长 92.4% 和 104.7%。

【新能源汽车&锂电池】2020 年中国锂电隔膜出货量 37.2 亿平米

根据 GGII 调研数据, 从市场规模来看, 2020 年中国锂电隔膜出货量 37.2 亿平米, 同比增长 36%。从隔膜产品结构来看, 2020 年湿法隔膜出货量 26 亿平米, 同比增长 30%, 占隔膜总出货量的 70%。干法隔膜出货量 11 亿平米, 同比增长超过 40%, 增速大于湿法, 占隔膜市场总量的 30%。

【新能源汽车&锂电池】浦项化学 16 亿元扩充正极产能

外媒报道称, 韩国浦项制铁 (Posco) 子公司浦项化学宣布将投资 2758 亿韩元 (约合人民币 16 亿元) 扩大其正极材料的生产能力, 将其现有产能扩充 3 倍。浦项化学计划到 2023 年将其光阳工厂的正极材料年产能扩充至 10 万吨, 这足以满足 110 万个 60 kWh 电池包的正极原料需求。

公司重大公告回顾

新能源发电及储能

【泰胜风能】泰胜风能发布 2020 年年度业绩预告，预计 2020 年年度实现归属于上市公司股东的净利润为 3.2-3.7 亿元，同比增加 110%-140%；扣非净利润为 3.0-3.4 亿元，同比增加 118.76%-152.78%。

【海优新材】海优新材发布 2020 年年度业绩预告，预计 2020 年年度实现归属于上市公司股东的净利润为 2.1-2.3 亿元，同比增加 214%-243%；扣非净利润为 2.0-2.2 亿元，同比增加 229.28%-262.21%。

【中信博】中信博发布 2020 年年度业绩预增公告，预计 2020 年年度实现归属于上市公司股东的净利润为 2.7-2.8 亿元，同比增加 66.41%-75.65%；扣非净利润为 2.4-2.5 亿元，同比增加 66.12%-76.72%。

【林洋能源】林洋能源发布 2020 年年度业绩预增公告，预计 2020 年年度实现归属于上市公司股东的净利润为 2.80-4.20 亿元，同比增加 40%-60%；扣非净利润为 2.72-4.07 亿元，同比增加 40%-60%。

新能源汽车“三电产业链”

【宁德时代】2021 年 2 月 25 日宁德时代公布扩产计划。公司控股子公司时代上汽拟投资建设时代上汽动力电池生产线扩建项目，项目以自筹资金投资不超过 105 亿元，项目分两期开工建设，一期建设不超过 15 个月，二期计划在一期建设后一年内启动。

【华友钴业】2021 年 2 月 23 日，公司收到股东泽友公司发来的《关于权益变动情况告知函》。泽友公司于 2021 年 1 月 7 日至 2021 年 1 月 18 日通过集中竞价方式累计减持公司 7,771,264 股，占公司总股本的 0.68%。本次权益变动后，泽友公司持有公司股份 56,949,024 股，占公司总股本的 4.99%。

【恩捷股份】2021 年 2 月 19 日，公司公布关于控股股东、持股 5%以上股东减持股份进展的公告。获悉 2020 年 11 月 19 日至 2021 年 2 月 18 日，Paul Xiaoming Lee 先生通过集中竞价交易方式共减持公司股份 3,027,663 股，合益投资未减持公司股份。

【天赐股份】2021 年 2 月 10 日，公司公布 2020 年度非公开发行股票预案。发行对象为不超过 35 名特定投资者，发行股票数不超过发行前公司总股本的 30%，拟募集资金总额不超过 166,530.75 万元。非公发项目投向“年产 2 万吨电解质基础材料及 5,800 吨新型锂电电解质项目”、15 万吨锂电材料、40 万吨硫磺制酸项目、10 万吨锂电电解液项目、5 万吨氟化氢、2.5 万吨电子级氢氟酸、18.5 万吨日用化工新材料项目和补充流动资金。

【比亚迪】2021 年 2 月 4 日，公司公布 2021 年产销快报。公司 2021 年 1 月新能源汽车销量 20178 辆，累计同比 182.88%，其中乘用车销量 19871 辆，商用车销量 307 辆，公司 2021 年 1 月新能源汽车动力电池及储能电池装机总量约为 1.754GWh。

【新纶科技】2021 年 2 月 2 日，公司公布 2020 年业绩快报。公司实现营业总收入 217,695.83 万元，比上年同期下降 34.47%；实现营业利润-116,889.93 万元，比上年同期下降 11,465.24%；实现归属于上市公司股东的净利润-125,968.64 万元，比上年同期下降 12,848.83%；基本每股收益-1.0933 元，比上年同期下降 12,812.79%。

月度行业观点概要

【光伏】光伏四条主线，强逻辑待验证，行业迎来碳中和长期光明前景

1、光储结合或将在“十四五”期间爆发。目前，海外及国内光伏装机确定性较高，且逆变器行业龙头市占率进一步提升。同时储能行业在国内或将逐步得到政策支持与成本下降双推动。我们认为 2021 年，光伏投资更应关注光储市场弹性标的及拥有个体 α 标的，关注业绩估值全面超预期带来的戴维斯双击，重点推荐国内装机行情最大受益者【阳光电源】。

2、硅料与电池片双环节紧平衡，关注双环节核心龙头资产。一方面，硅料产能周期较长，且行业长期需求处于快速提升期，硅料行业依然是中期紧平衡状态；另一方面，新产能投放及技术进步使得电池片非硅成本进一步下降，同时上游硅片产能大规模扩产在即，硅片成本降低为大势所趋。我们认为 2021 年，随着下游需求集中式爆发，关注产能及产品技术超预期释放带来的成长空间，重点推荐当前新能源行业预期差较大的光伏龙头标的【通威股份】。

3、光伏技术路径丰富且多样，而落地需靠设备商转化。光伏板块之所以可以获得较高估值，一方面是因为拥有长期景气的下游需求，渗透率提高值得想象；另一方面，则是行业拥有完整的、多样的、可见的成本降低路线图，为“景气的下游需求”进一步强有力的保障。其中电池片环节技术是此路线图中的“皇冠上的明珠”。不同于硅片等环节设备商“垄断”核心技术，电池片环节制造商与设备商之间更倾向于相互协作，而设备端的“新技术工业化”往往是新技术导入的关键。我们认为 2021 年，随着异质结及 PERC+等新技术导入，设备厂商将率先受益于新产品订单释放，关注拥有多代电池片核心设备研发技术积淀的相关标的，重点关注全球电池片设备龙头【迈为股份】。

4、新能源运营商行业正面临“存量电站资产重估+新增电站投资加速同时回报率优化”的基本面升级。我们建议在 2021 年随着运营商存量补贴拖欠问题逐步解决及新增平价优质电站加速并表，重点关注具有成长性逻辑的运营商环节，例如 A 股光伏运营商龙头【太阳能】及光伏运营商【林洋能源】。

【风电】粤苏浙三省海风规划出炉，龙头企业有望冲击国际市场

浙江省拟出台海上风电地方补贴政策，十四五期间规划发展 4.5GW，并明确支持发展深远海项目，夯实海底电缆市场前景，政策力度远超市场预期。目前粤苏浙三省十四五海风规划已达到 25GW，考虑福建、山东与辽宁的加入总规模将超 32GW，国补退出后 2022~2025 新增建设可达到 24GW 以上，年均新增 6GW。扫清海上风电龙头企业的估值障碍，全球海上风电市场是具有 10 年 5 倍成长性的黄金赛道，国内龙头企业凭借与国际比肩的技术积累和市场基础，有望在十四五期间顺利打开国际市场。建议关注海上风电制造各环节龙头企业：【明阳智能】、【东方电缆】、【日月股份】、【金风科技】、【泰胜风能】、【天顺风能】、【天能重工】。

【新能源汽车】开年放量高速增长，龙头扩产正酣

我们认为目前行业有两条相对明确的主线：

1、伴随国内市场热销车型放量以及支持政策预期加强，国内市场呈现产销两旺趋势，部分环节（如电解液溶剂、六氟磷酸锂、锂电铜箔、磷酸铁锂正极等）开启涨价模式，产业链业绩预期环比有明显改善，行业龙头受益于集中度提升以及大客户放量趋势，宁德时代再投百亿产能；

2、海外供应链的中间环节从落地到放量，各环节海外业务占比较高的龙头将持续受益。

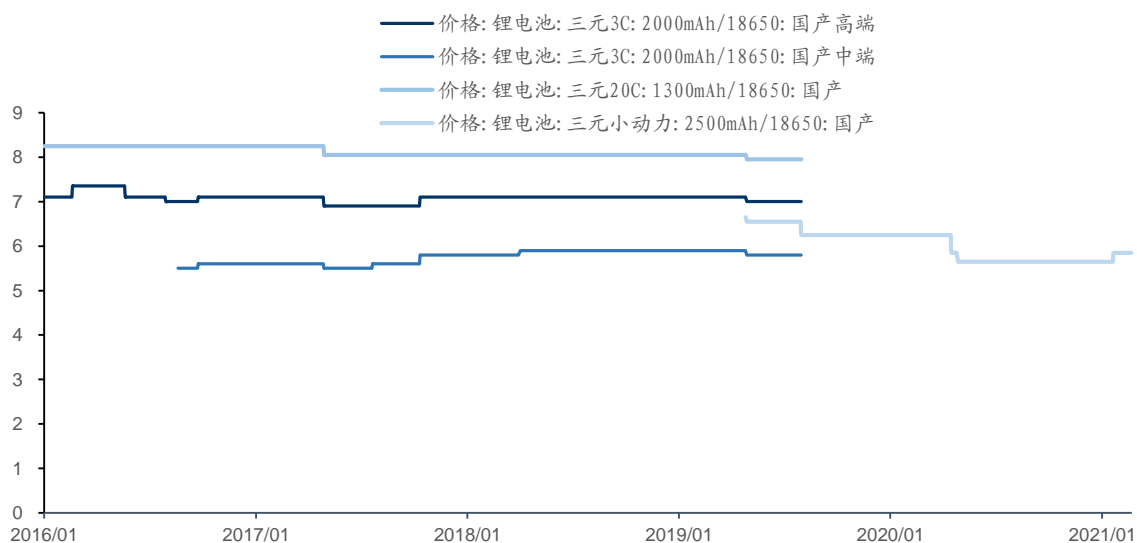
基于以上逻辑我们建议中游环节重点关注受益于锂电全球供应链机会标的以及锂电池优质龙头企业：【宁德时代】、【国轩高科】、【恩捷股份】、【璞泰来】、【新宙邦】、【亿纬锂能】、【嘉元科技】等；上游环节重点关注钴产业链弹性标的【寒锐钴业】、【华友钴业】等；另外重点关注受益于“高镍化、高倍率、长循环寿命+负极硅基化”趋势渗透率提升的新型导电剂龙头【天奈科技】等。

实时产业链数据跟踪

新能源汽车产业链：开年放量高速增长，龙头扩产正酣

锂电池价格维持上升强势。由于上游原材料持续上行，年后锂电池市场持续年前涨价节奏。小数码电池方面部分企业已陆续开始上调报价，单颗涨价幅度在0.1-0.2元不等；动力电池方面，企业成本压力较大，销售仍以执行长约单为主，暂未将成本向下游传导。生产方面，主流电池厂在春节期间几乎没有停产，需求仍然旺盛。

图 3：动力电池市场价格行业一览（元/颗）



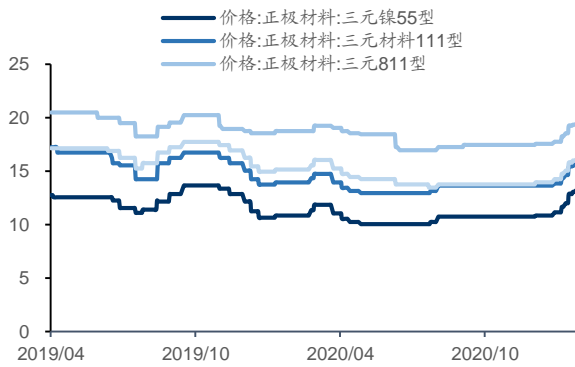
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

三元正极：上游传导成本压力。受春节假期钴镍等金属原材料价格上涨带动，涨价效应逐步传导至下游正极材料产业链之中，节后国内三元材料价格大幅补涨，5系三元材料涨幅普遍超过5000元。实际市场成交方面看，节后首周市场观望情绪较强，三元材料企业普遍不对外报价，下游电池厂采购意愿也表现一般，询价居多，仅少量刚需成交，预计下周起市场才能恢复正常。

三元前驱体：涨幅明显，价格站上新高。本周价格涨幅显著，因硫酸钴与硫酸镍价格大幅上行，特别是硫酸钴材料，节后市场情绪狂热，持货商报价高至9-10万元/吨，截至2月20日三元前驱体622与523分别站上两年来的价格高点12.25万元/吨、11.25万元/吨，较节前涨幅显著，下游企业只能维持观望，等待市场回归理性。

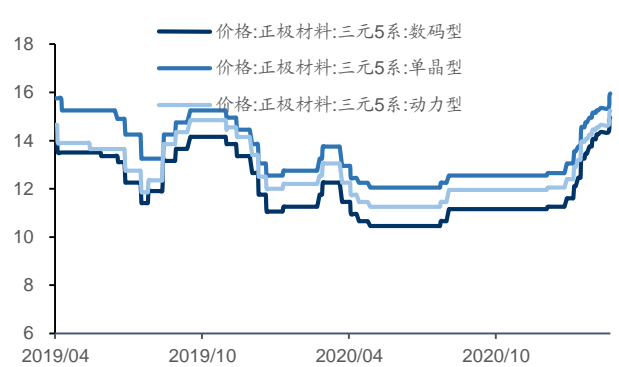
磷酸铁锂：紧缺状态将长时间持续。春节期间主流磷酸铁锂企业并未停工，生产赶货交付为主。目前动力型LFP报价4.4-4.8万元/吨不等，储能型4-4.2万元/吨，受原料持续上涨挤压，未来仍有继续调涨可能。从供应端来看，上半年LFP都将处于极度紧缺状态，供不应求状态会持续较长时间。

图 4: 三元正极市场价格一览 (万元/吨)



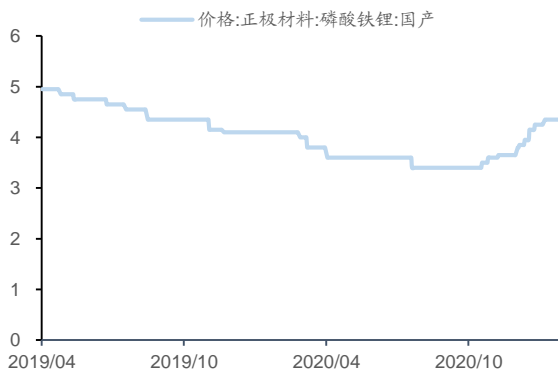
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 三元 5 系正极市场价格一览 (万元/吨)



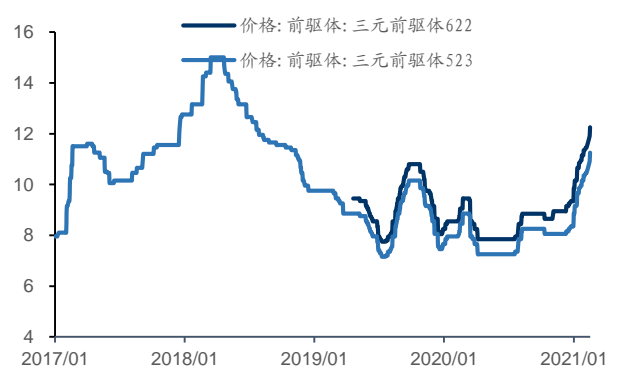
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 正极磷酸铁锂市场价格一览 (万元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 正极前驱体市场价格一览 (万元/吨)

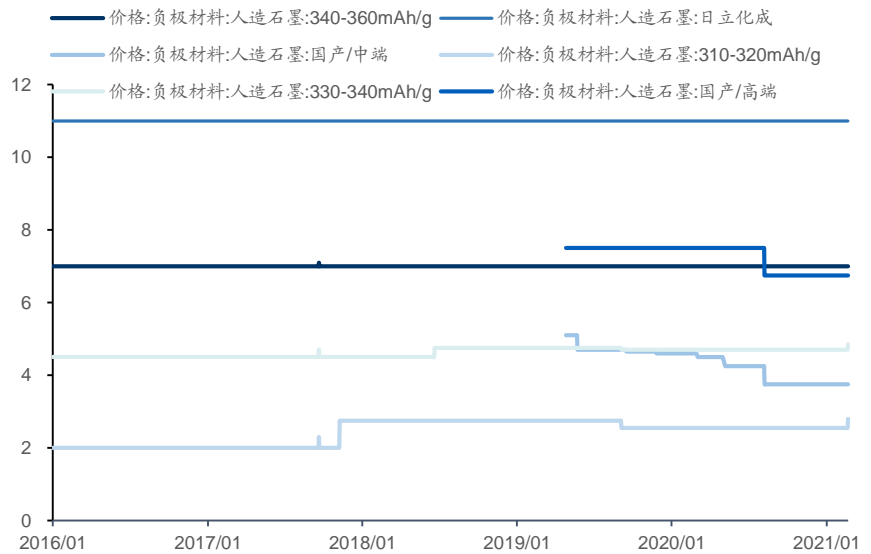


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

负极: 上游原材料价格大幅上升, 中下游持续承压。春节负极材料行业生产企业基本无休, 节后负极材料市场价格开始蠢蠢欲动, 自 2020 年下半年以来国内低硫焦价格累计上涨 180%, 针状焦价格上涨 60%-100%, 石墨化价格上涨 2000 元/吨。生产成本持续上涨, 让中端负极材料价格压力无力内部消化, 开始逐步向下游传导, 春节前后, 部分负极材料新单报价调涨 10%左右。2021 年进口优质油系针状焦供应紧张且价格上涨, 预计高端负极材料价格也会有所调涨, 这将对目前部分微利负极产品价格造成压力。

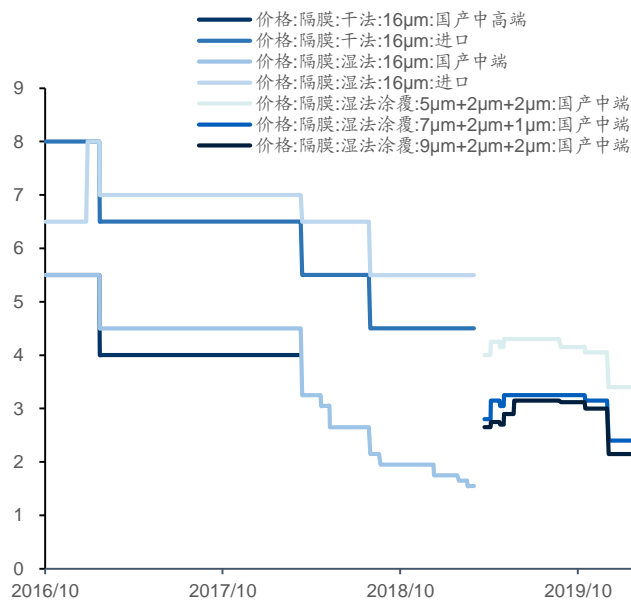
隔膜: 短期供应略为吃紧, 价格稳中有升。近期, 国内隔膜市场呈现大稳小涨局面。其中, 头部锂电池企业用于动力电池的隔膜大单价格暂未调整, 但用于储能、小动力锂电池的部分规格产品价格出现小幅拉涨, 涨幅在 0.1 元/平左右。为了满足下游订单需求, 隔膜企业均表示春节期间维持正常生产, 部分中小企业节后将提高产量应对储能及小动力订单需求。预计, 2 月国内隔膜产量将出现小幅提升。

图 8: 负极市场价格一览 (万元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

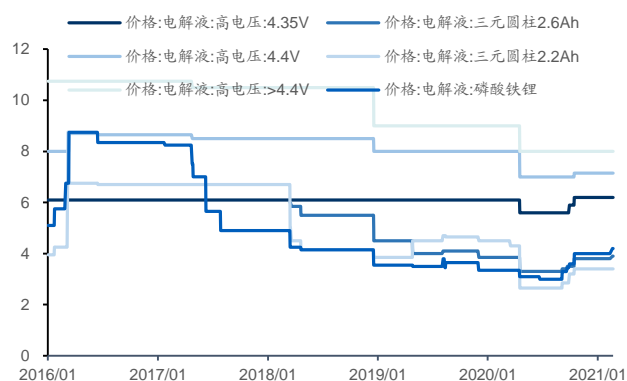
图 9: 隔膜市场价格一览 (元/平方米)



资料来源: CIAPS, 国信证券经济研究所整理

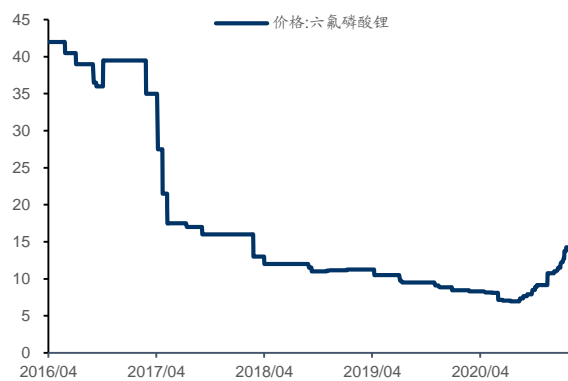
电解液: 原材料供应偏紧, 价格调涨顺畅。 节后电解液市场氛围依然紧绷, 原料价格调涨一波接一波, 添加剂硬缺口让一些厂家早早开始出去抢货, 六氟磷酸锂厂家节后普遍尚未给出明确报价, 出货以前期订单为主, 但是上涨趋势没有变化。电解液价格春节前后也在陆续调涨, 部分节前未调涨企业, 节后来新单开始报涨, 在原料紧缺供应不足影响下, 电解液调涨会相对顺畅。

图 10: 电解液市场价格一览 (万元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 六氟磷酸锂市场价格一览 (万元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

钴: 震荡上涨行情持续。需求上新能源汽车产销量缓慢回暖,手机销量环比上涨同比跌幅收窄,钴市总体需求缓慢上涨,国内硫酸钴报价已经普遍上调 6 万元/吨以上,持货商方面仍表现惜售,有意继续推高价格。全球市场,欧洲新能源汽车销售走强,钴原料进口受疫情、政治等因素影响,国际钴价震荡上涨。

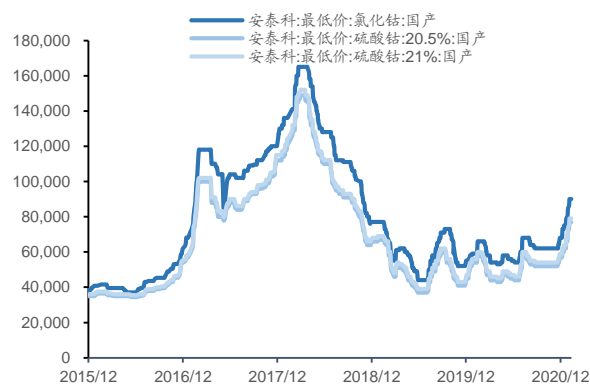
锂盐: 触底反弹信号明确。在补贴退坡 20%和上游供给趋紧作用下,碳酸锂价格已经稳步提升至 6 万元/吨。2020 年下游应用端上半年压抑的需求于下半年释放,电子产品、电动车等需求端爆发导致锂原材料需求趋旺,上游锂盐企业也在积极扩充锂盐产能以满足未来市场需求。

图 12: 钴价格一览 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 氯化钴和硫酸钴价格一览 (元/吨)



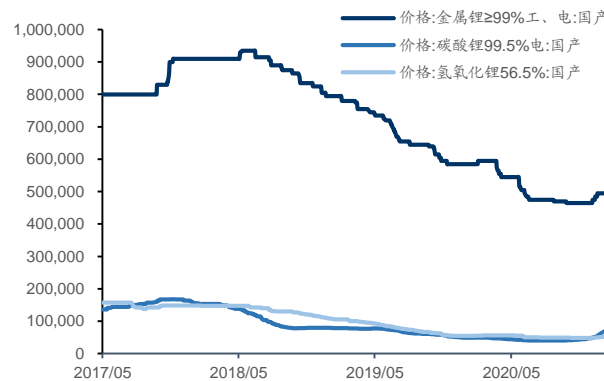
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 氧化钴和四氧化三钴价格一览 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 金属锂、碳酸锂价格一览 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

新能源汽车投资观点：电动全球化加速，关注行业龙头及新型导电剂赛道

我们认为目前行业有三条相对明确的主线：

- 1、伴随国内市场热销车型放量以及支持政策预期加强，国内市场呈现产销两旺趋势，部分环节（如电解液溶剂、六氟磷酸锂、锂电铜箔、磷酸铁锂正极等）开启涨价模式，产业链业绩预期环比有明显改善，行业龙头受益于集中度提升以及大客户放量趋势，宁德时代再投百亿产能；
- 2、海外供应链的中间环节从落地到放量，各环节海外业务占比较高的龙头将持续受益。
- 3、行业技术变革有望加速，相关赛道有望迎来新的机会。伴随下游 C 端需求对安全性、续航里程、快充速度等要求的综合性提升，锂电池高镍化、硅碳化、固态电池等技术普及有望实质性放量，掌握核心技术的行业龙头有望享受量价齐升以及市占率提升的多重红利。

基于以上逻辑我们建议中游环节重点关注受益于锂电全球供应链机会标的以及锂电池优质龙头企业：宁德时代、国轩高科、恩捷股份、璞泰来、新宙邦、亿纬锂能、嘉元科技等；上游环节重点关注钴产业链弹性标的寒锐钴业、华友钴业等；另外重点关注受益于“高镍化、高倍率、长循环寿命+负极硅基化”趋势渗透率提升的新型导电剂龙头天奈科技等。

光伏产业链：光伏四主线，强逻辑待验证，行业迎来碳中和长期光明前景

一线硅料厂商订单已满，议价优势持续。价格方面，本周国内多晶硅价格继续上涨，市场新订单的实际成交方面，国内一线多晶硅企业的单晶用料主流成交价落在 87-91 元/千克之间，均价为 88 元/千克；多晶用料成交价落在 53-56 元/千克，均价为 55 元/千克。对于后市多晶硅价格走势，目前下游厂商备货热情不减，下游客户不断加买安全库存，甚至愿意接受水涨船高的单晶用料，硅料价格一直居高不下。供应方面国内主流多晶硅企业 2 月订单基本已经签满，部分多晶硅企业已处于超签状态；对于已签订单，下游厂商也在积极催货中。过去年期间，国内多晶硅企业也基本保持正产满负荷生产，暂无企业有检修计划。

图 16：国产原生多晶硅一级料出厂价（含税，¥/kg）



资料来源: Wind、PVNews, 国信证券经济研究所整理

图 17：进口原生多晶硅经销价（不含税，\$/kg）



资料来源: Wind、PVNews, 国信证券经济研究所整理

硅片高价持平，单晶替代逻辑不变。上游单晶用料维持高价坚挺、下游电池厂新产能释放对于单晶硅片的需求热度支撑，另一方面，自四季度以来单晶硅片新产能释放不如预期，加之各家单晶硅片企业维持低库存水位，种种原因使得上周龙头单晶硅片企业隆基公告 2 月牌价与 1 月持平，其中一线企业甚至取消优惠幅度，其他企业价格基本持稳。本周单晶硅片成交价同样维持高价坚挺，

国内 G1(158.75mm)及 M6(166mm)分别落在每片 3.11-3.14 元及 3.2-3.24 元之间；国内大硅片尺寸 M10(182mm)及 G12(210mm)分别为 3.85-3.9 元及 5.45-5.48 元之间。另一方面，由于本月天数较少因素及硅料供应紧张到货不足生产的情况，预期本月部分单晶硅片企业将下调开工率，或将使得各尺寸的单晶硅片仍然呈现供应偏紧的情况。多晶硅片高价部分微幅上扬，其他价格暂无明显变化，国内及海外成交价分别落在每片 1.15-1.53 元之间，及每片 0.162-0.208 美元之间。由于春节期间国内多晶硅片企业规划停产或减产，预计多晶硅片供应将进一步减少。倘若接下来多晶终端需求能见度不高，不排除部分多晶硅片企业会进一步关停退出。

图 18: 多晶硅片出厂价(A 片含税, ¥/片)



资料来源: Wind、PVNews, 国信证券经济研究所整理

图 19: 八寸单晶硅片出厂价(A 片含税, ¥/片)



资料来源: Wind、PVNews, 国信证券经济研究所整理

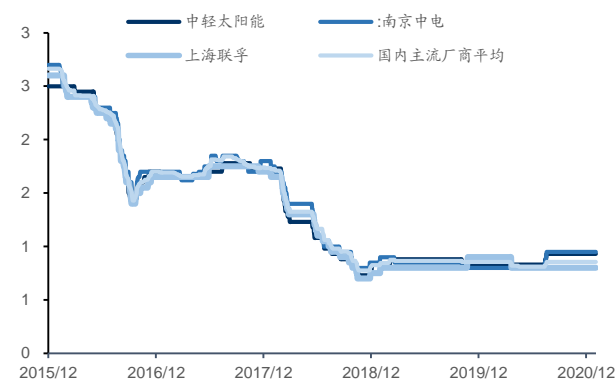
电池片总体下跌趋缓。本周电池片价格下行幅度收窄、均价基本持稳上周水位。此外，电池片厂家受到原物料成本影响，开始酝酿涨价情势，其中银价受到金融市场操作影响、价格出现飙涨，导致银浆成本增加约 1 分/W 人民币上下；其二因上游硅片供给紧张。此外电池片大厂年节休产较不明显，在硅片供应偏紧的情况下，二三线电池片厂家将首当其冲。供需来看，中国年节过后电池片价格走势持稳，预期三月下旬价格的下行仍将持续。G1 电池片成交价格区间落在 0.88-0.91 元/W，高价区段价格略微松动；M6 电池片价格止稳在目前水位，本周成交价格区间落在 0.80-0.88 元/W，均价落在 0.84-0.85 元/W，海外 M6 电池片价格受到汇率、且跌势传导较慢，本周美金价格略降。大尺寸电池片仍在发展的初步阶段，上游硅片采购不易，目前多以代工、双经销模式执行，整体价格波动幅度较缓，本周 M10 均价持稳落在 0.89-0.9 元/W、G12 均价约 0.9-0.91 元/W。多晶电池片供给持续缩减，本周价格略涨至 2.45-2.55 元/片。

图 20: 156 多晶硅电池片出厂价 (含税, ¥/W)



资料来源: Wind、PVNews, 国信证券经济研究所整理

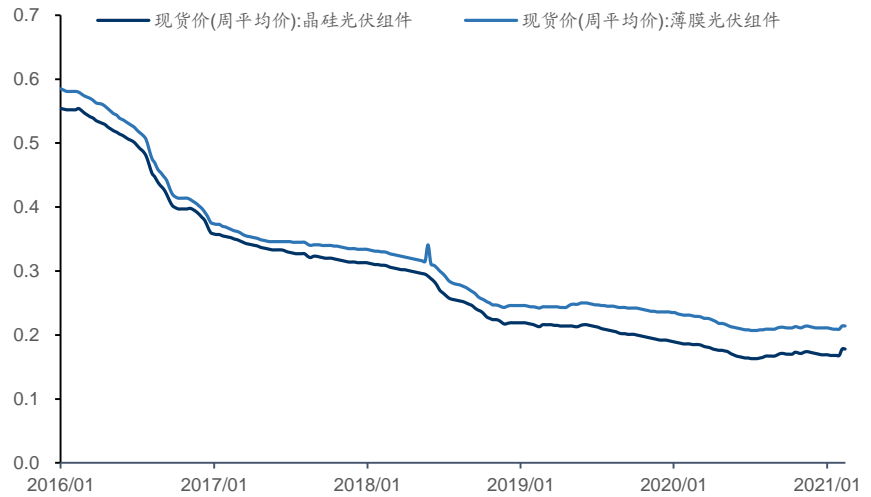
图 21: 156 单晶硅电池片出厂价 (含税, ¥/W)



资料来源: Wind、PVNews, 国信证券经济研究所整理

组件价格走稳。即使大部分辅材价格持平且少部分辅材价格稍有松动，但整体组件成本依然高昂。在近期订单能见度且组件利润水平仍低的情况下，各组件厂报价维持坚挺，一季度组件价格高档持稳，春节各组件大厂休假的幅度也不大。部分大厂为避免春节间的人员流失甚至考虑不调整春节开工率。而后续价格预计随着组件、玻璃产能的扩张而逐季缓跌。

图 22: 国内光伏组件价格一览 (\$/W)



资料来源: Wind、SolarZoom, 国信证券经济研究所整理

图 23: 多晶硅电池组件(250W, ¥/W, 含税)



资料来源: Wind、PVNews, 国信证券经济研究所整理

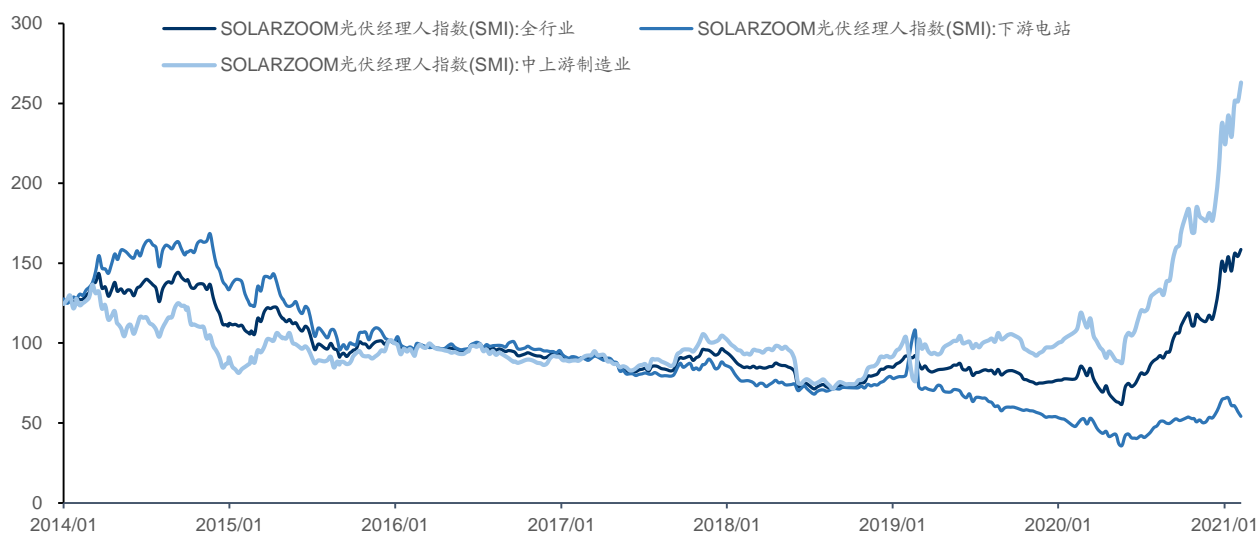
图 24: 单晶硅电池组件(280W, ¥/W, 含税)



资料来源: Wind、PVNews, 国信证券经济研究所整理

一周光伏经理人指数震荡上涨。全行业指数 SOLARZOOM 光伏经理人指数继续攀升，市场对于光伏行业预期提高，中上游制造业指数持续上升，站上 262.96 的高点，跑赢全行业；光伏下游电站稍弱于全行业，整体景气度进处于快速上升通道，全行业指数为 6 年来新高 158.54。

图 25: SOLARZOOM 光伏经理人指数 (周)



资料来源: Wind, SolarZoom, 国信证券经济研究所整理

光伏投资要点: 光伏四主线, 强逻辑待验证, 行业迎来碳中和长期光明前景

1、光储结合或将在“十四五”期间爆发。目前, 海外及国内光伏装机确定性较高, 且逆变器行业龙头市占率进一步提升。同时储能行业在国内或将逐步得到政策支持与成本下降双推动。我们认为 2021 年, 光伏投资更应关注光储市场弹性标的及拥有个体 α 标的, 关注业绩估值全面超预期带来的戴维斯双击, 重点推荐国内装机行情最大受益者【阳光电源】。

2、硅料与电池片双环节紧平衡, 关注双环节核心龙头资产。一方面, 硅料产能周期较长, 且行业长期需求处于快速提升期, 硅料行业依然是中期紧平衡状态; 另一方面, 新产能投放及技术进步使得电池片非硅成本进一步下降, 同时上游硅片产能大规模扩产在即, 硅片成本降低为大势所趋。我们认为 2021 年, 随着下游需求集中式爆发, 关注产能及产品技术超预期释放带来的成长空间, 重点推荐当前新能源行业预期差较大的光伏龙头标的【通威股份】。

3、光伏技术路径丰富且多样, 而落地需靠设备商转化。光伏板块之所以可以获得较高估值, 一方面是因为拥有长期景气的下游需求, 渗透率提高值得想象; 另一方面, 则是行业拥有完整的、多样的、可见的成本降低路线图, 为“景气的下游需求”进一步强有力的保障。其中电池片环节技术是此路线图中的“皇冠上的明珠”。不同于硅片等环节设备商“垄断”核心技术, 电池片环节制造商与设备商之间更倾向于相互协作, 而设备端的“新技术工业化”往往是新技术导入的关键。我们认为 2021 年, 随着异质结及 PERC+等新技术导入, 设备厂商将率先受益于新产品订单释放, 关注拥有多代电池片核心设备研发技术积淀的相关标的, 重点关注全球电池片设备龙头【迈为股份】。

4、新能源运营商行业正面临“存量电站资产重估+新增电站投资加速同时回报率优化”的基本面升级。我们建议在 2021 年随着运营商存量补贴拖欠问题逐步解决及新增平价优质电站加速并表, 重点关注具有成长性逻辑的运营商环节, 例如 A 股光伏运营商龙头【太阳能】及光伏运营商【林洋能源】。

风电产业链：粤苏浙三省海风规划出炉，龙头企业有望冲击国际市场

浙江提出十四五新增海上风电 4.5GW，东方电缆将充分受益规模与深远海趋势

2021年2月19日浙江省发改委公示了《浙江省能源发展“十四五”规划》，是继广东和江苏以后第3个对十四五期间海上风电给出明确量化发展规划的省份，同时也明确将出台地方补贴来支持海上风电发展。

此次规划新增风电全部指标都集中在海上风电领域，浙江省规划十四五期间新增海上风电 4.5GW，嘉兴 1#2#，溧泗 2#、5#、6#等海上风电项目，打造若干个 G 级海上风电基地，开展象山洞头和苍南深远海风电开发。积极推动海上风电可持续发展，加快建立省级财政补贴制度，通过竞争性方式配置新增项目。

全省十四五期间新增光伏风电装机再翻一翻，重点在宁波、温州、舟山等开发规模相对集中的区域，打造海上风电+海洋能、+储能、+制氢加、+海洋牧场、+陆上产业基地的示范项目。强化土地，海域要素保障，对相关部门确定的重大项目重大工程、建设用地、用海指标方面给予重大支持，并完善项目用地、用海考核。强化资金要素保障，拓宽投融资渠道，为开发性政策性银行支持能源重大项目建设，引导社会资本参与项目建设，采取多种手段保障资金需求。

水规院曾论证：我国近海资源在国补结束后的剩余项目受海事和环保等方面限制性因素的影响，或者因为单体规模比较小，目前要开发还不具备经济性。深远海海事和环保，以及航道各方面的限制性因素相对比较小，而且我国深远海风资源条件相对比较好，海岸线比较长，可开发的海上风电资源比较丰富。但因为涉及到专属经济区，海上风电开发在相关的管理的政策和相关的机制方面有待探索。目前广东、江苏和浙江省均规划了开发深远海风电的政策和技术方向，作为瓶颈装备环节的海底电缆赛道将充分受益。

表 1：浙江省十四五电力装机容量和结构目标（征求意见稿）

GW	2020	占比	2025	占比	十四五新增规模
水电	7.13	7.0%	7.15	5.0%	0.02
抽水蓄能	4.58	4.5%	7.98	5.6%	3.4
火电	59.94	59.1%	74.62	52.5%	14.68
核电	9.11	9.0%	14.01	9.9%	4.9
非水可再生能源	19.43	19.2%	37	26.1%	17.57
——光伏发电	15.17	15.0%	28.00	19.7%	12.83
——风电	1.86	1.8%	6.30	4.4%	4.44
——生物质发电	2.40	2.4%	2.70	1.9%	0.3
余能综合利用发电	1.23	1.2%	1.27	0.9%	0.04
浙江境内总装机	101.42	100.0%	142.03	100.0%	40.61

资料来源：浙江省发改委能源局，国信证券经济研究所整理

国补退出后全国海上风电年均规划建设量或超过 6GW，但产业链利润率较抢装明显降低

此前广东省和江苏省分别公示了十四五期间合计 23GW 的海上风电发展规划，根据前期修编情况，预计未来福建和山东两省也将出台专项规划，合计容量在 6-10GW，全国十四五海上风电新增装机将超过 32GW，年均 6GW 以上。2022-2025 国补退出后的 4 年内，年均建设量也可能超过 6GW。

表 2: 各省目前关于海上风电的十四五规划情况梳理

GW	海上风电十四五规划 (增量)	2021 年预期建设量	2022-2025 建设量
广东	12.7	2.2	10.5
江苏	8.0	2.5	5.5
浙江	4.5	1.0	3.5
福建 (预期值)	5.0	1.0	4.0
山东 (预期值)	2.0	1.0	1.0
辽宁 (预期值)	0.5	0.5	0
合计	32.7	8.2	24.5

资料来源:十四五规划数据来自广东、江苏、浙江省发改委,其他数据来自国信证券经济研究所预测

2020 年 12 月 30 日,广东省能源局下发了《关于促进我省海上风电有序开发及相关产业可持续发展的指导意见(征求意见稿)》(下称“意见稿”)。该文件明确了 2022 年海上风电中央补贴取消后,广东地方的海上风电补贴标准。首先是时间限制:补贴范围为省管海域内 2022 年和 2023 年全容量并网项目,对 2024 年起并网的项目将不再补贴。其次,补贴项目总装机容量不超过 4.5GW,其中 2022 年补贴项目装机容量不超过 2.1GW,以容量和并网时间节点任一先到为止。补贴标准为:2022 年、2023 年全容量并网项目每千瓦补贴为 1500 元、1000 元,相当于对建设造价进行一次性补贴。

表 3: 广东省海上风电地方补贴方案(征求意见稿)

	建设补贴(元/kW)	补贴规模(GW)	利用小时数(E)	度电补贴(元/kWh)
2022 年底并网	1500	2.1	3000	0.025
2023 年底并网	1000	2.4	3000	0.02
2024-2025 年并网	100(补贴给主机厂)	6.0	3200	N.A.

资料来源:广东省能源局《关于促进我省海上风电有序开发及相关产业可持续发展的指导意见(征求意见稿)》,国信证券经济研究所整理

从广东省来看地方补贴可保证当地市场维持可观的建设规模,但前提是建设造价需要大幅下降,设备端毛利率将从 2019-2021 年抢装阶段过高的水平回归到合理区间,同时开发商的投资回报率也无法与国补水平媲美,度电补贴从 0.4 元以上降至 0.2 元左右,投资回报率将从目前的 15%以上回归到 7-8%。

从表 6 的收益率敏感性分析可以发现,海上风电收益率对发电小时数更为敏感,未来通过向深远海开发可大幅提高项目的年发电小时数,在不依赖补贴的情况下仍然可以取得较为理想的投资回报率。

表 4: 国补(2019-2021)与地补/平价(2022-2025)阶段建设造价与供应链利润率比较

元/kW	国补期间各环节造价	国补期间各环节毛利率	地补/平价各环节造价	地补/平价各环节毛利率
风电机组	6,300-7,000	30%	4,900-5,500	18-20%
塔筒	600-1000	25-30%	300-500	15-20%
海缆	1,400-1,700	45-50%	2,000-2,500	35-40%
基础设施	2,200-2,500	25%	1,800	15-20%
施工安装	3,500-4,800	20%	2,500-2,700	15-18%
综合造价	14,000-17,000		11,500-13,000	

资料来源:综合造价数据来自水规院,其他数据为国信证券经济研究所估算

表 5: 广东省 2022 年并网项目收益率估算

装机容量(MW)	300
年发电小时数	3000
建设造价(元/kW)	12800
地方补贴(元/kW)	1500
上网电价(元/kWh)	0.42
年运维费用(元/kW)	167
贷款利率	4.0%
全投资收益率	4.8%
资本金收益率	7.1%

资料来源:补贴数据来自广东省能源局,其他数据为国信证券经济研究所测算

表 6：2022 年广东海上项目投资收益率敏感性分析

		年发电小时数				
		7.14%	2800	3000	3200	3400
贷款利率	3.80%		5.0%	7.5%	10.2%	13.0%
	4.00%		4.7%	7.1%	9.8%	12.5%
	4.20%		4.3%	6.7%	9.3%	12.0%
	4.40%		4.0%	6.3%	8.9%	11.6%

资料来源：补贴数据来自广东省能源局，其他数据为国信证券经济研究所测算

江苏省海上风电新建 8GW，金风科技或为最大获益方

十四五期间江苏省将着力打造陆上和海上“双千万千瓦风电基地”，形成陆海统筹发展格局，到 2025 年全省风电装机将从 2020 年的 10.4GW 增长到 26GW，其中海上风电累计装机达到 14GW。十四五期间新增风电装机 11GW，其中海上风电新增 8GW，对应投资总额 1000 亿元，相当于单位造价 1.25 万元/千瓦，低于目前 1.4-1.5 万元/千瓦的造价区间。

在 2021 年国家补贴全面退出后，江苏省计划继续稳步推进海上风电规模化开发，加快盐城、南通、连云港等地存续海上风电建设，发挥“统一规划、统一送出”的规模效益，加快技术进步和成本降低，推动集中连片、规模化开发和可持续发展。在江苏拥有产能布局和累计装机优势的企业包括金风科技、上海电气和远景能源。预计十四五期间金风科技将充分受益于江苏省对海上风电的发展和扶持。

风电投资要点：粤苏浙三省海风规划出炉，龙头企业有望冲击国际市场

浙江省拟出台海上风电地方补贴政策，十四五期间规划发展 4.5GW，并明确支持发展深远海项目，夯实海底电缆市场前景，政策力度远超市场预期。目前粤苏浙三省十四五海风规划已达到 25GW，考虑福建、山东与辽宁的加入总规模将超 32GW，国补退出后 2022~2025 新增建设可达到 24GW 以上，年均新增 6GW。扫清海上风电龙头企业的估值障碍，全球海上风电市场是具有 10 年 5 倍成长性的黄金赛道，国内龙头企业凭借与国际比肩的技术积累和市场基础，有望在十四五期间顺利打开国际市场。建议关注海上风电制造各环节龙头企业：**【明阳智能】、【东方电缆】、【日月股份】、【金风科技】、【泰胜风能】、【天顺风能】、【天能重工】。**

附表：重点公司盈利预测及估值（2021.02.25）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
002202	金风科技	增持	14.74	0.52	0.83	1.02	28.2	17.7	14.5	2.17
601615	明阳智能	增持	21.01	0.52	0.78	0.95	48.6	26.9	22.1	6.29
603218	日月股份	买入	35.80	0.95	0.99	1.25	68.7	36.0	28.7	10.16
002531	天顺风能	买入	7.65	0.42	0.61	0.67	18.2	12.6	11.4	2.34
300129	泰胜风能	增持	6.65	0.21	0.36	0.43	31.1	18.7	15.4	2.07
300569	天能重工	买入	13.42	0.69	0.99	1.33	19.5	13.5	10.1	2.56
300772	运达股份	买入	16.28	0.36	0.46	1.37	44.9	35.2	11.9	3.15
603606	东方电缆	买入	23.02	0.69	1.57	2.25	33.3	14.7	10.3	7.04
600406	国电南瑞	买入	28.23	0.94	1.11	1.33	30.0	25.4	21.2	4.27
300274	阳光电源	买入	87.32	0.61	1.36	2.08	142.5	64.4	41.9	14.80
600438	通威股份	增持	47.66	0.59	0.83	1.08	81.4	57.4	44.2	12.83
300751	迈为股份	买入	454.00	4.32	6.37	8.81	105.0	71.3	51.5	19.13
000591	太阳能	买入	6.67	0.30	0.36	0.48	22.0	18.7	13.9	1.50
601222	林洋能源	买入	7.45	0.40	0.62	0.76	18.6	12.1	9.9	1.35
688408	中信博	增持	176.71	1.20	1.89	2.67	147.8	93.7	66.2	26.95
603806	福斯特	增持	91.45	1.24	1.61	2.09	73.5	56.9	43.8	11.14
688680	海优新材	买入	143.74	0.80	2.51	4.78	180.6	57.2	30.0	22.25
300827	上能电气	买入	53.97	1.14	1.72	2.28	47.2	31.4	23.7	9.63
300750	宁德时代	增持	337.10	1.96	2.33	4.05	172.2	144.7	83.2	20.59
002074	国轩高科	买入	38.60	0.04	0.38	0.66	964.4	102.1	58.7	5.55
603659	璞泰来	增持	91.26	1.31	1.42	2.05	69.5	64.4	44.5	13.28
300037	新宙邦	增持	76.60	0.79	1.23	1.56	96.8	62.4	49.1	9.70
300014	亿纬锂能	增持	88.71	0.81	0.93	1.54	110.1	95.2	57.8	22.18
300618	寒锐钴业	增持	97.49	0.05	0.82	1.81	2154.0	119.0	53.9	18.05
603799	华友钴业	增持	90.65	0.10	0.83	1.19	919.8	109.8	76.2	14.19
688116	天奈科技	增持	57.08	0.47	0.55	1.41	120.2	104.3	40.3	8.37
002812	恩捷股份	增持	104.07	0.96	1.17	1.94	108.6	89.3	53.7	20.27
688388	嘉元科技	增持	73.98	1.43	0.82	1.87	51.8	90.4	39.5	6.77

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032