

# 强于大市

## 电新行业 2020 年年报 与 2021 年一季报综述

### 新能源发电行业高景气兑现

电力设备与新能源行业 2020 年整体盈利同比增长 61%，2021Q1 业绩保持高增速；新能源汽车与新能源发电行业景气度较高；维持行业强于大市评级。

- **2020 年全行业盈利同比增长 61%：**2020 年电力设备与新能源行业上市公司（我们选取的股票池共 274 家）营业总收入 18,518.24 亿元，同比增长 14.63%，实现归属上市公司股东净利润 1,274.16 亿元，同比增长 61.33%。其中新能源汽车行业实现收入 5,791.17 亿元，同比增长 7.53%，受益于锂电资源与电机电控板块大幅扭亏，行业归属上市公司股东净利润 243.12 亿元，同比增长 75.42%。新能源发电行业实现收入 10,003.52 亿元，同比增长 20.68%，实现归属上市公司股东净利润 751.30 亿元，同比增长 58.05%。电力设备行业实现收入 2,723.54 亿元，同比增长 9.82%，归属上市公司股东净利润 279.74 亿元，同比增长 59.06%。
- **2020 年全行业毛利率略有下降，新能源汽车板块同比提升：**2020 年，全行业平均毛利率为 23.24%，同比下降 0.46 个百分点；净利率 7.95%，同比提升 2.07 个百分点。我们认为毛利率、净利率的变化在一定程度上受到运输费用确认方式改变的影响。新能源汽车板块平均毛利率 20.95%，同比提升 0.58 个百分点，平均净利率为 4.93%，同比提升 1.87 个百分点；新能源发电板块平均毛利率 23.25%，同比下降 1.08 个百分点，净利率 8.90%，同比提升 1.63 个百分点；电力设备板块平均毛利率 28.07%，同比下降 0.80 个百分点，平均净利率 10.90%，同比提升 3.55 个百分点。
- **2020 年经营现金流向好，新能源汽车大幅改善：**2020 年，全行业经营现金净流入 2,778.38 亿元，同比增长 12.37%。其中，新能源汽车板块净流入 1,007.34 亿元，同比增长 70.65%；新能源发电板块净流入 1,466.22 亿元，同比下降 7.39%；电力设备板块净流入 304.81 亿元，同比增长 1.96%。
- **2021 年第一季度全行业盈利继续高增长：**2021 年第一季度，全行业实现营业收入 4,513.58 亿元，同比增长 57.51%，盈利 391.44 亿元，同比增长 171.96%。其中，新能源汽车板块实现营业收入 1595.75 亿元，同比增长 77.95%，盈利 104.79 亿元，同比增长 486.19%；新能源发电板块实现营业收入 2,386.38 亿元，同比增长 48.85%，盈利 227.49 亿元，同比增长 110.91%；电力设备板块实现收入 531.45 亿元，同比增长 45.37%，盈利 59.17 亿元，同比增长 225.15%。盈利能力方面，全行业平均毛利率提升 0.28 个百分点至 24.73%，净利率提升 3.83 个百分点至 7.95%。
- **投资建议：**新能源汽车方面，主流车企电动化进程持续加速，有竞争力的车型密集推出，有望刺激全球新能源汽车需求持续高速增长；中游竞争格局持续优化，全球供应链加速导入；推荐宁德时代、亿纬锂能、华友钴业、赣锋锂业、天赐材料、德方纳米、中科电气、恩捷股份、星源材质、当升科技等。光伏方面，预计终端供需僵局有望打破，国内竞价、平价项目储备充足、需求韧性显现，对全年装机需求无需悲观；中长期来看，碳中和目标引领全球进入脱碳周期，景气无忧；HJT 产业化大幕拉开，设备国产化有望加速 HJT 渗透；推荐隆基股份、迈为股份、晶澳科技、锦浪科技、阳光电源等。
- **风险提示：**价格竞争超预期；原材料价格波动；投资增速下滑；政策不达预期；疫情影响超预期。

#### 相关研究报告

《电力设备与新能源行业 2020 年年报业绩前瞻：板块预告业绩高增长，新能源发电表现亮眼》 2021.02.03

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

证券分析师：沈成

(8621)20328319

cheng.shen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517030001

证券分析师：李可伦

(8621)20328524

kelun.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518070001

## 电新行业 2020 年盈利同比增长 6 成，2021Q1 高增长延续

**2020 年全行业盈利同比增长 61%:** 2020 年，电力设备与新能源行业上市公司（我们选取的股票池共 274 家）营业总收入 18,518.24 亿元，同比增长 14.63%，实现归属上市公司股东净利润 1,274.16 亿元，同比增长 61.33%。其中，新能源汽车行业实现营业收入 5,791.17 亿元，同比增长 7.53%，归属上市公司股东净利润 243.12 亿元，同比增长 75.42%。新能源发电行业实现营业收入 10,003.52 亿元，同比增长 20.68%，实现归属上市公司股东净利润 751.30 亿元，同比增长 58.05%。电力设备行业实现营业收入 2,723.54 亿元，同比增长 9.82%，归属上市公司股东净利润 279.74 亿元，同比增长 59.06%。

**全行业毛利率略有下降，新能源汽车板块同比提升:** 2020 年，全行业平均毛利率为 23.24%，同比下降 0.46 个百分点；净利率 7.95%，同比提升 2.07 个百分点。我们认为行业毛利率、净利率的变化在一定程度上受到运输费用确认方式改变的影响。新能源汽车板块平均毛利率 20.95%，同比提升 0.58 个百分点，平均净利率为 4.93%，同比提升 1.87 个百分点；新能源发电板块平均毛利率 23.25%，同比下降 1.08 个百分点，净利率 8.90%，同比提升 1.63 个百分点；电力设备板块平均毛利率 28.07%，同比下降 0.80 个百分点，平均净利率 10.90%，同比提升 3.55 个百分点。

**经营现金流稳步向好，新能源汽车大幅改善:** 2020 年，全行业经营现金净流入 2,778.38 亿元，同比增长 12.37%。其中，新能源汽车板块经营现金净流入 1,007.34 亿元，同比增长 70.65%；新能源发电板块净流入 1,466.22 亿元，同比下降 7.39%；电力设备板块净流入 304.81 亿元，同比增长 1.96%。

**2021 年第一季度全行业盈利继续高增长:** 2021 年第一季度，全行业实现营业收入 4,513.58 亿元，同比增长 57.51%，实现归属上市公司股东净利润 391.44 亿元，同比增长 171.96%。其中新能源汽车板块全板块实现营业收入 1,595.75 亿元，同比增长 77.95%，盈利 104.79 亿元，同比增长 486.19%；新能源发电板块实现营业收入 2,386.38 亿元，同比增长 48.85%，盈利 227.49 亿元，同比增长 110.91%；电力设备板块实现收入 531.45 亿元，同比增长 45.37%，盈利 59.17 亿元，同比增长 225.15%。盈利能力方面，全行业平均毛利率提升 0.28 个百分点至 24.73%，净利率提升 3.83 个百分点至 7.95%。

图表 1. 2020 年电新行业业绩情况

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)	
	2020A	同比(%)	2020A	同比(%)	2020A(%)	同比(pct)	2020A(%)	同比(pct)	2020A	同比(%)
新能源汽车	5,791.17	7.53	243.12	75.42	20.95	0.58	4.93	1.87	1,007.34	70.65
新能源发电	10,003.52	20.68	751.30	58.05	23.25	(1.08)	8.90	1.63	1,466.22	(7.39)
电力设备	2,723.54	9.82	279.74	59.06	28.07	(0.80)	10.90	3.55	304.81	1.96
全行业	18,518.24	14.63	1,274.16	61.33	23.24	(0.46)	7.95	2.07	2,778.38	12.37

资料来源: 万得, 中银证券

图表 2. 2021 年第一季度电新行业业绩情况

板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率	
	2021Q1	同比(%)	2021Q1	同比(%)	2021Q1(%)	同比(pct)	2021Q1(%)	同比(pct)
新能源汽车	1,595.75	77.95	104.79	486.19	24.49	4.28	4.93	4.68
新能源发电	2,386.38	48.85	227.49	110.91	24.11	(1.76)	8.90	3.05
电力设备	531.45	45.37	59.17	225.15	28.26	(0.39)	10.90	6.47
全行业	4,513.58	57.51	391.44	171.96	24.73	0.28	7.95	3.83

资料来源: 万得, 中银证券

## 新能源汽车板块业绩大幅增长，盈利质量显著改善

**部分板块大幅扭亏带动子行业业绩增长，盈利质量明显改善:** 2020 年新能源汽车板块实现营业收入 5,791.17 亿元，同比增长 7.53%，归属上市公司股东净利润 243.12 亿元，同比增长 75.42%；其中锂电池资源与电机电控板块均实现同比扭亏，业绩增量分别为 69.54 亿元与 27.42 亿元，对新能源汽车行业整体业绩产生显著影响。行业平均毛利率 20.95%，同比提升 0.58 个百分点；平均净利率 4.93%，同比提升 1.87 个百分点。经营现金净流入 1,007.34 亿元，同比大幅增长 70.65%。

**2021年第一季度业绩增长近5倍，盈利能力同比提升：**2021年第一季度，新能源汽车板块实现营业收入1,595.75亿元，同比增长77.95%，实现归属上市公司股东净利润104.79亿元，同比增长486.19%。板块毛利率24.49%，同比提升4.28个百分点，净利率4.93%，同比提升4.68个百分点。

图表 3. 2020 年新能源汽车子行业业绩情况

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)	
	2020A	同比(%)	2020A	同比(%)	2020A(%)	同比(pct)	2020A(%)	同比(pct)	2020A	同比(%)
锂电池	2,930.39	13.93	118.48	5.03	19.83	1.01	4.86	0.03	705.67	102.47
锂电池材料	1,313.11	(3.24)	58.88	11.20	22.10	1.56	4.92	0.44	170.56	61.84
电池设备	131.99	25.56	7.15	(39.40)	31.41	(4.73)	5.52	(5.94)	18.00	54.95
锂电池资源	469.28	4.28	15.76	/	21.10	(1.62)	5.21	15.86	48.21	(30.89)
电机电控	443.42	0.95	24.12	/	22.30	0.14	5.45	6.19	42.78	29.25
充电设施	502.98	8.88	18.74	3.36	20.47	(0.49)	4.46	0.37	22.11	0.91
全行业	5,791.17	7.53	243.12	75.42	20.95	0.58	4.93	1.87	1,007.34	70.65

资料来源：万得，中银证券

图表 4. 2021 年第一季度新能源汽车子行业业绩情况

板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率	
	2021Q1	同比(%)	2021Q1	同比(%)	2021Q1(%)	同比(pct)	2021Q1(%)	同比(pct)
锂电池	816.44	99.55	35.70	223.39	17.14	(1.88)	4.86	1.72
锂电池材料	382.80	70.49	38.38	439.43	24.39	4.55	4.92	6.96
电池设备	33.20	66.49	3.26	18.29	30.53	(5.99)	5.52	(3.89)
锂电池资源	140.14	51.37	16.10	(377.51)	26.44	4.97	5.21	17.79
电机电控	119.66	39.37	8.33	113.32	22.29	(0.34)	5.45	2.45
充电设施	103.52	60.02	3.02	(364.82)	80.87	61.76	4.46	5.10
全行业	1,595.75	77.95	104.79	486.19	24.49	4.28	4.93	4.68

资料来源：万得，中银证券

## 新能源发电行业业绩增速近6成，风电板块兑现高景气

**板块业绩较快增长，经营现金流略有下降：**2020年，新能源发电行业实现营业收入10,003.52亿元，同比增长20.68%，归属上市公司股东净利润751.30亿元，同比提升58.05%；其中风电板块受抢装高景气带动，整体盈利同比增长169.62%至153.89亿元。2020年行业毛利率达到23.25%，同比下降1.08个百分点，平均净利率8.90%，同比提升1.63个百分点。经营性现金净流入1,466.22亿元，同比下降7.39%。

**2021年第一季度板块业绩继续较快增长：**2021年第一季度，新能源发电行业实现营业收入2,386.38亿元，同比增长48.85%，归属上市公司股东净利润227.49亿元，同比增长110.91%。行业平均毛利率达到24.11%，同比下降1.76个百分点，平均净利率为8.90%，同比提升3.05个百分点。

图表 5. 2020 年新能源发电子行业业绩情况

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)	
	2020A	同比(%)	2020A	同比(%)	2020A(%)	同比(pct)	2020A(%)	同比(pct)	2020A	同比(%)
光伏	4,390.54	19.87	367.48	48.18	22.05	(1.08)	8.76	1.57	546.95	(2.40)
风电	1,816.69	41.82	153.89	169.62	21.90	(0.67)	8.61	3.91	240.61	(22.20)
储能	518.25	12.45	(6.92)	/	15.45	(1.52)	(1.67)	0.98	21.61	(1.05)
核电	3,278.05	13.64	236.84	33.21	26.83	(0.97)	10.90	0.82	657.06	(5.02)
全行业	10,003.52	20.68	751.30	58.05	23.25	(1.08)	8.90	1.63	1,466.22	(7.39)

资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2021 年第一季度新能源发电行业业绩情况

板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率	
	2021Q1	同比(%)	2021Q1	同比(%)	2021Q1(%)	同比(pct)	2021Q1(%)	同比(pct)
光伏	1,153.54	51.52	118.22	114.56	21.93	(1.72)	8.76	2.96
风电	339.05	39.19	46.04	108.03	27.09	3.82	8.61	4.81
储能	139.74	57.47	(0.22)	/	15.39	(1.31)	(1.67)	1.76
核电	754.05	47.97	63.45	95.87	27.72	(4.32)	10.90	2.81
全行业	2,386.38	48.85	227.49	110.91	24.11	(1.76)	8.90	3.05

资料来源: 万得, 中银证券

## 电力设备行业基本稳定, 工控板块显著回暖

**板块业绩小幅增长, 经营现金流基本稳定:** 2020 年, 电力设备行业实现营业收入 2,723.54 亿元, 同比增长 9.82%, 归属上市公司股东净利润 279.74 亿元, 同比增长 59.06%。全年平均毛利率 28.07%, 同比减少 0.80 个百分点, 平均净利率为 10.90%, 同比提升 3.55 个百分点; 其中工控与电力电子板块毛利率同比提升 1.14 个百分点至 32.80%。行业整体经营现金流净流入 304.81 亿元, 同比略增 1.96%; 其中一次设备板块经营现金流净额大幅增长 59.23%至 47.82 亿元。

**2021 年第一季度板块净利率大幅向好:** 2021 年第一季度, 电力设备行业实现营业收入 531.45 亿元, 同比增长 45.37%, 归属上市公司股东净利润 59.17 亿元, 同比增长 225.15%; 其中工控与电力电子板块收入同比增长 81.81%。2021 年一季度平均毛利率达到 28.26%, 同比下降 0.39 个百分点, 平均净利率为 10.90%, 同比提升 6.47 个百分点。

图表 7. 2020 年电力设备子行业业绩情况

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)	
	2020A	同比(%)	2020A	同比(%)	2020A(%)	同比(pct)	2020A(%)	同比(pct)	2020A	同比(%)
一次设备	712.36	2.28	41.48	64.31	20.58	(2.13)	6.45	3.36	47.82	59.23
二次设备	993.75	11.37	87.40	80.36	29.61	(1.07)	9.53	3.50	104.03	(11.92)
工控与电力电子	403.92	20.82	46.62	66.38	32.80	1.14	11.51	3.17	54.10	3.43
低压电器	613.51	10.16	104.24	40.59	31.17	(0.83)	17.87	3.69	98.87	0.36
全行业	2,723.54	9.82	279.74	59.06	28.07	(0.80)	10.90	3.55	304.81	1.96

资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 2021 年第一季度电力设备子行业业绩情况

板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率	
	2021Q1	同比(%)	2021Q1	同比(%)	2021Q1(%)	同比(pct)	2021Q1(%)	同比(pct)
一次设备	126.63	27.99	10.22	62.34	22.48	(0.99)	6.45	1.95
二次设备	153.56	43.26	13.64	1,964.73	27.97	(1.72)	9.53	8.63
工控与电力电子	106.87	81.81	24.20	544.18	32.70	1.02	11.51	16.87
低压电器	144.39	43.43	11.11	48.44	30.36	(0.53)	17.87	0.48
全行业	531.45	45.37	59.17	225.15	28.26	(0.39)	10.90	6.47

资料来源: 万得, 中银证券

## 投资建议

新能源汽车方面, 主流车企电动化进程持续加速, 有竞争力的车型密集推出, 有望刺激全球新能源汽车需求持续高增长; 中游竞争格局持续优化, 全球供应链加速导入; 推荐宁德时代、亿纬锂能、华友钴业、赣锋锂业、天赐材料、德方纳米、中科电气、恩捷股份、星源材质、当升科技等。

光伏方面, 预计终端供需僵局有望打破, 国内竞价、平价项目储备充足、需求韧性显现, 对全年装机需求无需悲观; 中长期来看, 碳中和目标引领全球进入脱碳周期, 景气无忧; HJT 产业化序幕拉开, 设备国产化有望加速 HJT 渗透; 推荐隆基股份、迈为股份、晶澳科技、锦浪科技、阳光电源等。

### 风险提示

**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。

**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。

**新冠疫情影响超预期：**国内疫情得到控制，海外疫情仍在蔓延，光伏和新能源汽车海外需求占比高；若疫情蔓延时间与幅度超预期，将对两大板块造成负面影响。

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
			(元)	(亿元)	2020A	2021E	2020A	2021E	资产 (元/股)
300750.SZ	宁德时代	买入	388.17	9,042.32	2.49	4.02	155.63	96.58	28.18
300014.SZ	亿纬锂能	买入	88.67	1,674.86	0.89	1.64	99.63	53.97	8.08
002709.SZ	天赐材料	买入	67.40	625.76	0.98	2.26	68.78	29.78	6.73
300035.SZ	中科电气	买入	11.20	71.94	0.26	0.46	43.08	24.56	3.40
601012.SH	隆基股份	买入	99.40	3,843.20	2.27	3.18	43.79	31.31	10.86
300751.SZ	迈为股份	买入	614.49	351.96	7.58	9.96	81.07	61.68	43.64
300763.SZ	锦浪科技	买入	205.91	299.93	2.31	4.27	89.14	48.19	13.33
603799.SH	华友钴业	增持	81.77	991.79	1.03	1.70	79.39	48.16	13.64
002460.SZ	赣锋锂业	增持	109.49	1,221.59	0.79	1.47	138.59	74.64	8.43
300769.SZ	德方纳米	增持	144.10	129.15	(0.36)	2.12	/	68.00	24.18
002812.SZ	恩捷股份	增持	134.55	1,195.02	1.34	2.03	100.41	66.18	12.98
300568.SZ	星源材质	增持	30.80	138.15	0.27	0.59	114.07	52.56	6.74
300073.SZ	当升科技	增持	50.60	229.53	0.88	1.36	57.42	37.12	8.73
002459.SZ	晶澳科技	增持	26.05	415.58	1.09	1.25	23.90	20.77	9.28
300274.SZ	阳光电源	增持	89.90	1,309.79	1.34	1.92	67.09	46.80	7.46

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 4 月 30 日

## 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：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 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