

强于大市

风电及电网设备行业 2024
年中期策略

扬帆出海正当时，乘风破浪再启航

风电方面，国内海风项目建设有序推进，以欧洲为代表的海外海风有望从2025年起进入快速增长阶段，或逐步接棒国内需求，带动风电产业链出货持续增长，建议优先配置具有海风、海外双重逻辑的塔筒桩基与海缆环节，以及存在渗透率提升逻辑的国产化与新技术环节。电力设备方面，国内外电网建设与改造需求共振，主网投资维持高景气，电力设备出海需求向好，建议关注受益于特高压高景气的主网环节相关标的，以及具备出海逻辑的变配电环节；维持行业强于大市评级。

支撑评级的要点

- “海上+海外”需求为风电行业持续增长注入动力：国内市场方面，千万千瓦级风能与消纳红线放开的政策有望保障新能源装机需求稳健增长，我们预计2024-2025年国内总新增装机有望分别达到88GW、97GW，同比增速分别为15.94%、10.23%，2024H1风机新增并网与中标数据维持较高水平，对这一判断形成较好支撑；同时各省“十四五”海风装机规划指导下，我们预计2024-2025年新增海风装机有望分别达到8GW、12GW，下半年预计仍有较多项目的动工与招标值得期待。海外市场方面，以欧洲为代表的地区海风装机有望自2025年起进入快速增长阶段，为我国零部件出海打开市场空间。
- 全球水下桩基础、海缆产能区域分化，国内产能或外溢供应全球：在海外海风快速放量的背景下，海外桩基、海缆供需可能出现缺口，国内产能或外溢供应全球。桩基方面，考虑到后续海外产能扩张潜在的不确定性，GWEC预测2026年开始，以欧洲、北美为代表的多个海外市场可能出现潜在的固定式桩基产能缺口；海缆方面，国内地区已形成了全球领先的产能规模，后续亦有望出口供应至产能短缺的地区。当前以大金重工、东方电缆、中天科技为代表的头部企业已陆续批量获得海外订单，出海需求或成为国内供应商第二增长曲线。
- 国内主网投资高景气度有望延续：近两年来，电网工程投资额稳中有增，近两年投资力度增长较快，主网建设的高景气度有望延续；同时《关于做好新能源消纳工作 保障新能源高质量发展的通知》明确提出要加快推进新能源配套电网项目建设，2024年年内开工“2交3直”特高压线路，其中2条为柔性直流输电项目，标志着技术进入大规模应用阶段，价值量显著提升的柔直换流阀等环节有望更加受益。
- 海内外需求共振，拉动电力设备出海向好：为匹配日益增长的能源需求，全球各地区和国家大力投资支持输配电网建设，海外公用事业公司资本开支及电力设备企业订单已呈现出持续增长态势，国内海关出口数据与企业收入结构亦逐步验证出海逻辑，相关电力设备出海标的有望受益。

投资建议

- 风电方面，国内海风项目建设有序推进，“十四五”期间有望维持较高的复合增长率；以欧洲为代表的海外海风有望从2025年起进入快速增长阶段，海外需求或接棒国内需求，带动风电产业链出货持续增长，建议优先配置具有海风、海外双重逻辑的塔筒桩基与海缆环节，以及存在渗透率提升逻辑的国产化与新技术环节。电力设备方面，国内持续推动电力体制改革，《国家能源局关于做好新能源消纳工作 保障新能源高质量发展的通知》发布，有望推动特高压及主网建设加快，带动相关电网设备需求维持高景气；海外电网改造需求旺盛，建议关注受益于特高压高景气的主网环节相关标的，以及具备出海逻辑的变配电环节。

评级面临的主要风险

- 价格竞争超预期；原材料价格出现不利波动；国际贸易摩擦风险；政策不达预期；消纳风险；投资增速下滑；大型化降本不达预期。

相关研究报告

《动力电池回收深度报告》20240715
《电力设备与新能源行业7月第2周周报》
20240714
《固态电池系列报告之二》20240710

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电力设备

证券分析师：武佳雄

jiaxiong.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523070001

证券分析师：许怡然

yiran.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524030001

目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 风电：双海市场为行业持续增长注入动力 | 4 |
| 需求稳健增长，政策利好支撑后续空间 | 4 |
| 国内海风亟待深远海规划出台，海外市场未来空间广阔 | 5 |
| 全球水下桩基础、海缆产能区域分化，国内产能或外溢供应全球 | 8 |
| 电力设备：国内主网投资高景气，海外出口需求旺盛 | 11 |
| 国内主网投资高景气度有望延续 | 11 |
| 海内外需求共振，拉动电力设备出海向好 | 14 |
| 投资建议 | 16 |
| 风险提示 | 17 |

图表目录

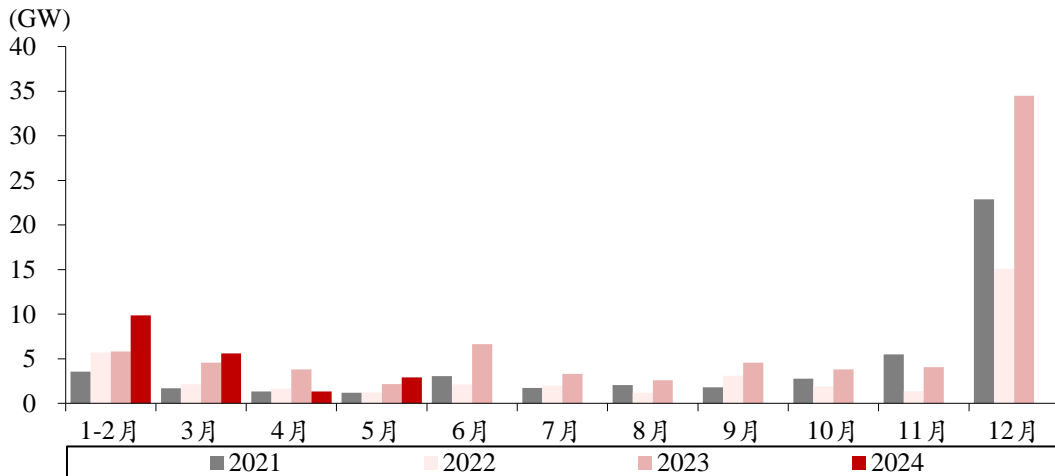
| | |
|--|----|
| 图表 1. 2021-2024 年国内风电月度并网情况 | 4 |
| 图表 2. 2024 年 1-5 月风电整机新增中标规模 | 4 |
| 图表 3. 2024 年 1-5 月国内整机厂中标份额（不含短名单） | 4 |
| 图表 4. 2024-2025 年国内风电年新增装机量预测 | 5 |
| 图表 5. 计划 2024 年并网的海风项目进度（不完全统计） | 6 |
| 图表 6. 各省“十四五”海风装机规划（不完全统计） | 6 |
| 图表 7. 2024 年以来海风项目招标情况（不完全统计） | 7 |
| 图表 8. 我国主张管辖的海域空间结构示意图 | 7 |
| 图表 9. 2006-2023 年全球海上风电装机情况 | 8 |
| 图表 10. GWEC 预测 2024-2033 年海外海上风电装机情况 | 8 |
| 图表 11. 2014-2023 年欧洲风电装机情况 | 8 |
| 图表 12. 2024-2030 年欧洲风电装机预测 | 8 |
| 图表 13. 2023-2026 年全球固定式桩基供给 | 9 |
| 图表 14. 2023 年全球漂浮式桩基供给 | 9 |
| 图表 15. 2022-2030 年全球固定式桩基需求预测 | 9 |
| 图表 16. 2022-2030 年全球漂浮式桩基需求预测 | 9 |
| 图表 17. 2020-2030 年中高压海风海缆需求（千公里） | 10 |
| 图表 18. 2020-2030 年超高压海风海缆需求（千公里） | 10 |
| 图表 19. 2023 年海缆产能（千公里） | 10 |
| 图表 20. 国内海风企业海外订单中标情况（不完全统计） | 10 |
| 图表 21. 2008-2024 年 1-5 月电网工程投资完成额 | 11 |
| 图表 22. 2023-2024 年特高压输电项目核准情况 | 11 |
| 图表 23. 2023-2024 年特高压输电项目开工情况 | 12 |
| 图表 24. 2023-2024 年特高压设备各批次中标金额 | 12 |
| 图表 25. 常规直流与柔性直流输电对比 | 13 |
| 图表 26. 柔直特高压项目可研招标情况 | 13 |
| 图表 27. 柔性直流与常规直流换流阀价值量对比 | 13 |
| 图表 28. 部分国家和地区电网投资规划 | 14 |
| 图表 29. 2018-2023 年 GICS 电力公用事业 IV 成分股资本开支情况（剔除部分年份无数据标的） | 14 |
| 图表 30. 2021Q2-2024Q1 部分海外电力设备上市公司新增订单同比增速情况 | 15 |
| 图表 31. 2021-2024 年电表、变压器海关进出口数据 | 15 |
| 图表 32. 2013-2023 年电表及变电器企业海外收入占比 | 15 |
| 附录图表 33. 报告中提及上市公司估值表 | 18 |

风电：双海市场为行业持续增长注入动力

需求稳健增长，政策利好支撑后续空间

2024年1-5月新增并网量实现较快增长：根据国家能源局数据，2024年1-5月我国风电新增并网容量达到19.76GW，同比增长20.78%，整体呈现出平稳增长态势。若国内风电装机能够延续此前较好的同比增长态势，我们预计2024年全年国内风电新增装机量有望接近90GW。

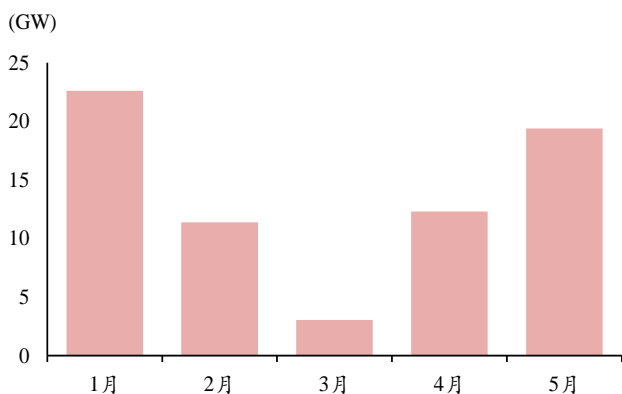
图表 1. 2021-2024 年国内风电月度并网情况



资料来源：国家能源局，中银证券

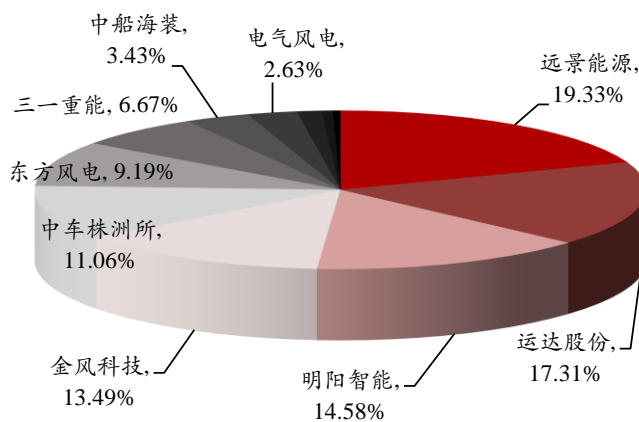
新增中标量维持在较高水平，多家厂商市占率趋稳：根据国际能源网的统计数据，2024年1-5月，我国风电整机新增中标规模达到68.71GW；其中，3月受到春节假期招标较少的影响，中标量偏低，其余月份风电整机新增中标规模均超过10GW。根据当前中标情况，我们预计2024年全年风机新增中标量可以维持在100GW以上的较高水平，为后续装机需求奠定良好基础。竞争格局方面，2024年1-5月，国际能源网公开数据仅统计到11家整机厂商有订单中标，行业CR7已经超过90%，头部竞争格局逐步明晰，行业集中度有望持续提升。

图表 2. 2024 年 1-5 月风电整机新增中标规模



资料来源：国际能源网，中银证券

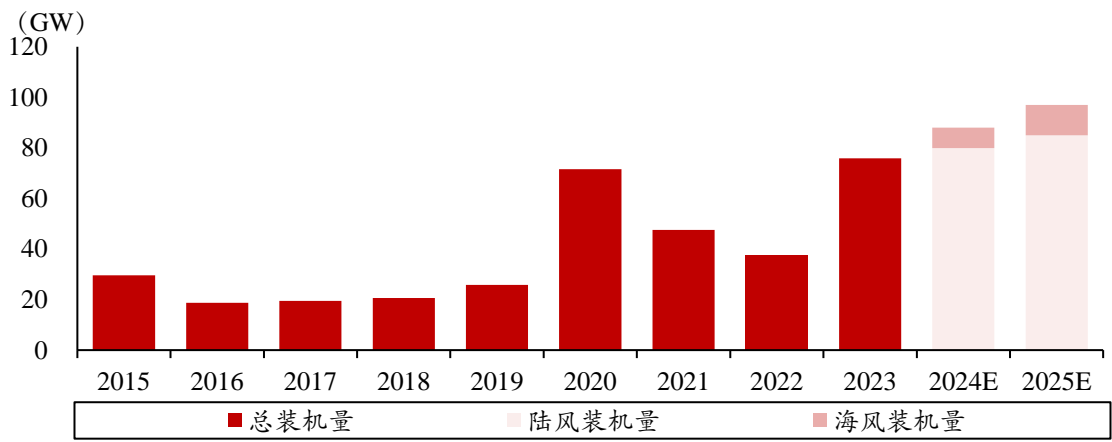
图表 3. 2024 年 1-5 月国内整机厂中标份额（不含短名单）



资料来源：国际能源网，中银证券

政策保障新能源装机需求稳健增长，风电装机量预期维持高位：2024年以来，我国持续出台政策保障新能源装机后续增长空间。4月1日，国家发展改革委、国家能源局、农业农村部联合发布《关于开展“千乡万村驭风行动”的通知》，提出“十四五”期间，在具备条件的县（市、区、旗）域农村地区，以村为单位，建成一批就地就近开发利用的风电项目，原则上每个行政村不超过20兆瓦。根据住房和城乡建设部统计，截至2022年我国行政村数量约47.79万个，假设每村安装1台单机容量5MW的风机，对应远期潜在市场空间可超过2000GW。5月28日，国家能源局发布《关于做好新能源消纳工作 保障新能源高质量发展的通知》，提出部分资源条件较好的地区可适当放宽新能源利用率目标，原则上不低于90%。我们认为，新能源消纳指标的适当放宽也可以为新增装机腾挪一定空间。综合上述政策利好，我们预计国内新增风电装机有望维持良好的增长态势，2024-2025年国内总新增装机有望分别达到88GW、97GW，同比增速分别为15.94%、10.23%；其中新增海风装机有望分别达到8GW、12GW。

图表 4. 2024-2025 年国内风电年新增装机量预测



资料来源：国家能源局，中电联，中银证券

国内海风亟待深远海规划出台，海外市场未来空间广阔

2024年海风并网容量预计达到8-10GW，同比增长20%以上：根据我们的不完全统计，2024年我国计划并网的海上风电项目容量达到13.06GW，其中7.16GW项目已经处在建设过程中，年内完成并网概率较大；5.90GW项目尚处在开工前的准备工作阶段，若能够在下半年陆续开工，则也有望在年内实现部分并网。基于当前项目的进展情况，我们预计2024年海风新增并网容量有望达到8-10GW，同比2023年增长26%-58%。

图表 5. 计划 2024 年并网的海风项目进度 (不完全统计)

| 地点 | 项目名称 | 装机容量(MW) | 项目进度 | 说明 |
|----|-------------------------|----------|------|-----------------------------|
| 辽宁 | 大连市庄河海上风电场址 V 项目 | 250 | 建设中 | 2024/6 塔筒开始生产 |
| | 大连市庄河海上风电场址 IV2 项目 | 200 | 建设中 | 2024/5-2024/9 为安装船通行审批许可周期 |
| | 国家电投大连市花园口海上风电场项目 | 399 | 建设中 | 2024/1 塔筒开始生产 |
| 天津 | 三峡天津南港海上风电示范项目 | 204 | 建设中 | 2024/1 首台机组下线 |
| 河北 | 山海关海上风电一期 500 兆瓦平价示范项目 | 500 | 准备中 | 2024/6EPC 招标 |
| | 国网唐山乐亭月坨海上风电项目 | 304 | 准备中 | 2024/2 风机中标 |
| 山东 | 华能山东半岛北 BW 场址海上风电项目 | 510 | 建设中 | 2023/8 开工建设 |
| | 山东能源渤中海上风电 G 场址工程项目 | 700 | 建设中 | 2023/12-2024/5 为安装船通行审批许可周期 |
| | 国家电投山东半岛南海上风电基地 U 场址二期 | 450 | 准备中 | 2024/6EPC 中标 |
| | 国华投资山东半岛南 U2 场址海上风电二期项目 | 298 | 准备中 | 2023/8 核准 |
| 江苏 | 龙源电射阳 100 万海上风电项目 | 1,000 | 准备中 | 2023/9 核准 |
| | 江苏国信大丰 85 万千瓦海上风电项目 | 850 | 准备中 | 2024/4 风机招标 |
| | 三峡新能源江苏大丰海上风电项目 | 800 | 准备中 | 2023/9 核准 |
| 上海 | 金山海上风电一期项目 | 300 | 建设中 | 2023/12 启动陆上施工 |
| 浙江 | 华能岱山 1 号海上风电项目 | 300 | 建设中 | 2024/3 全部风机吊装完成 |
| | 华能玉环 2 号海上风电项目 | 508 | 建设中 | 2024/4 海上升压站开工 |
| 福建 | 漳浦六鳌海上风电场二期项目 | 400 | 建设中 | 2024/4 进行剩余 6 台风机吊装 |
| | 连江外海海上风电场 70 万千瓦 | 700 | 准备中 | 2024/4 风机中标 |
| 广东 | 中广核阳江帆石一海上风电项目 | 1,000 | 准备中 | 2024/5 工程勘察设计采购中标结果公示 |
| | 国电投湛江徐闻增容项目 | 300 | 建设中 | 2023/9 动工 |
| | 三峡阳江青洲六海上风电项目 | 1,000 | 建设中 | 2024/2 塔筒开始生产 |
| 广西 | 防城港海上风电示范项目 A 场址标段二 | 289 | 建设中 | 2024/5-2024/12 为安装船通行审批许可周期 |
| 海南 | 华能 CZ1 | 600 | 建设中 | 2024/4 完成安装 10MW 机组 |
| | 中能 CZ2 | 600 | 建设中 | 2024 年 1 月 28 日开工 |
| | 大唐 CZ3 | 600 | 建设中 | 2024 年 1 月 28 日开工 |
| 合计 | 建设中的项目 | 7,160 | | |
| | 准备中的项目 | 5,902 | | |

资料来源: 国际风力发电网, 北极星风力发电网, 龙船风电网, 中新网, 国家能源集团, 中国海事局, 秦皇岛市公共资源交易网, 上海市人民政府, 湛江市人民政府, 海南省人民政府, 搜狐新闻, 中银证券

2024 年预计为海风招标大年, 期待下半年招标起量: 根据我们的不完全统计, “十四五”期间各省已出台海风装机规划已经达到 63.8GW, 而据 GWEC 统计, 2021-2023 年国内新增海风装机仅约 28GW, 相比“十四五”目标仍有约 36GW 的缺口。为争取较好地达成目标, 我国海风预计在 2024 年迎来招标大年, 以支撑其 2025 年装机延续高增长态势。而截至目前, 根据我们的不完全统计, 2024 年已招标海风项目规模约为 3.05GW, 预计下半年仍有较多项目招标值得期待。

图表 6. 各省“十四五”海风装机规划 (不完全统计)

| 省份 | “十四五”海风规划装机 (GW) | 相关文件 |
|----|------------------|-----------------------------|
| 广东 | 17 | 《广东省能源发展“十四五”规划》 |
| 江苏 | 9.1 | 《江苏省“十四五”海上风电规划环境影响评价第二次公示》 |
| 浙江 | 4.5 | 《浙江省可再生能源发展“十四五”规划》 |
| 山东 | 10 | 《山东省可再生能源发展“十四五”规划》 |
| 辽宁 | 3.8 | 《辽宁省“十四五”海洋经济规划的通知》 |
| 广西 | 3 | 《广西战略性新兴产业发展三年行动方案》 |
| 福建 | 4.1 | 《福建省海上风电场工程规划》 |
| 海南 | 12.3 | 《海南省“十四五”海上风电规划》 |
| 合计 | 63.8 | |

资料来源: 广东省/山东省/辽宁省/广西壮族自治区人民政府, 江苏省中小企业公共服务平台, 浙江省发改委, 国际风力发电网, 北极星风力发电网, 中银证券

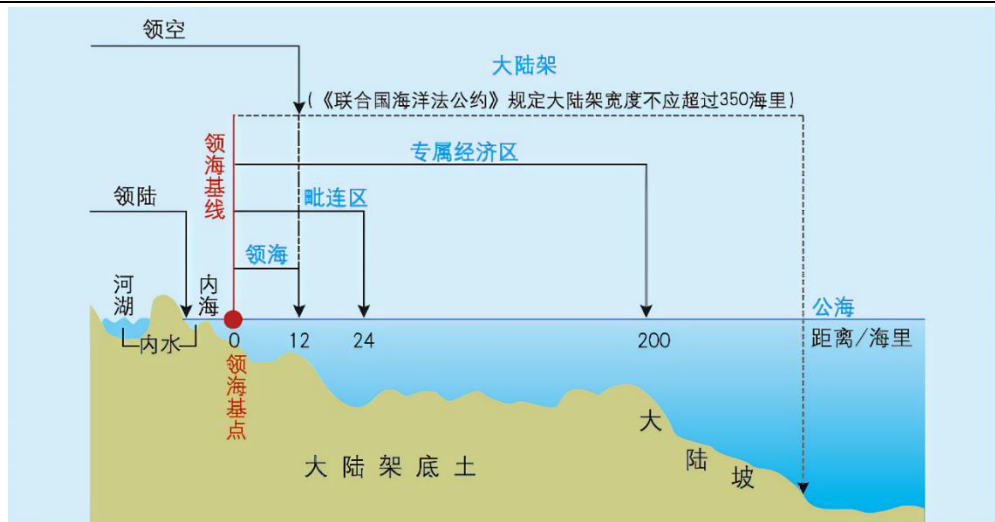
图表 7. 2024 年以来海风项目招标情况（不完全统计）

| 中标时间 | 项目名称 | 容量 (MW) |
|-----------|-----------------------------|---------|
| 2024/3/20 | 华润电力苍南 1#海上风电二期扩建项目 | 200 |
| 2024/3/22 | 半岛北 L 场址海上风电项目 | 504 |
| 2024/4/3 | 江苏国信大丰 85 万千瓦海上风电项目 | 850 |
| 2024/4/26 | 中广核新能源广东阳江帆石二 1000MW 海上风电项目 | 1,000 |
| 2024/5/28 | 华电广东阳江三山岛六 500MW 海上风电 | 500 |

资料来源：龙船风电网，华润集团，中广核电子商务平台，国际风力发电网，中银证券

深远海规划与管理办法的出台或打开海风远期发展空间：我国海岸线辽阔，丰富的海上资源储备为我国海风产业链发展提供了较大空间，但随着海上风电开发进程的加快，近海风能资源的开发或将逐步趋于饱和，深远海化或将成为海风发展大方向。根据中国电建华东勘测设计研究院消息，“十四五”期间，国内主要沿海省份已经披露了约 211.5GW 国管海域新增规划目标，67.8GW 国管海域开工目标。具体来看，大部分省份国管海域离岸距离在 100km 以内，江苏、浙江、广东等省管海域范围较大的省份开发远至离岸 120-140km 的范围。然而，当前《中华人民共和国海域使用管理法》仅适用于离岸距离不超过 12 海里的我国领海海域，而针对专属经济区所在的海域，国内尚未健全海域使用与管理办法，成为深远海风电开发的一大阻碍，后续伴随管理办法与政策的进一步明确，我们预计“十五五”及以后，海风发展仍有较大潜力。

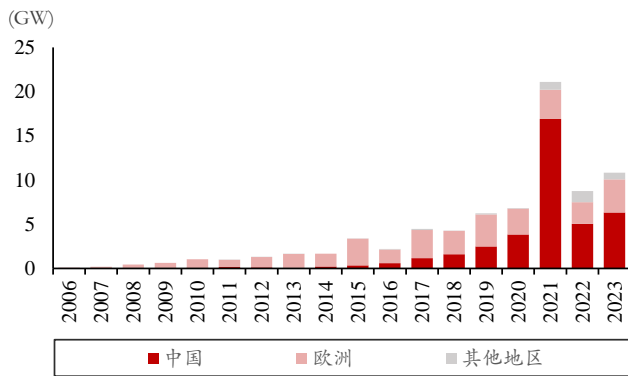
图表 8. 我国主张管辖的海域空间结构示意图



资料来源：岳阳市自然资源和规划局，中银证券

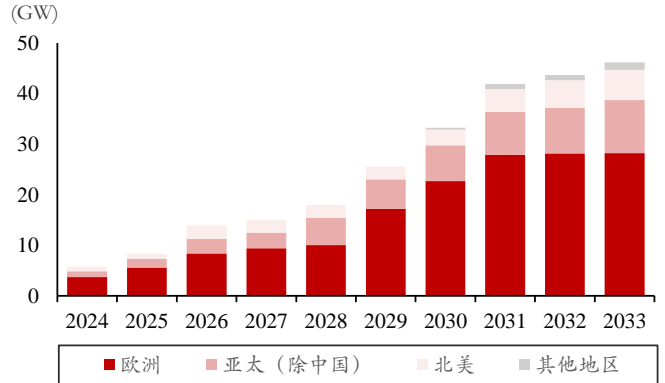
海外海上风电市场空间有望持续提升：伴随全球“脱碳”成为共识，海外市场空间有望提升。具体来说，2023 年 10 月，欧盟委员会发布《欧洲风电行动计划》（European Wind Power Action Plan），该计划提出，为实现欧盟最近在可再生能源指令中提出的到 2030 年可再生能源占比至少达到 45% 目标。同时，美国政策环境积极向好，2022 年 8 月拜登签署《2022 年通胀削减法案》，恢复了之前对海上风电的 30% 税收抵免政策，同时开放美国五片领土周围的沿海水域，允许进行海上风电开发，意味着美国海上风电开发有望逐步开始取得实质性进展，打开其向上发展空间。除欧美地区以外，诸多亚太地区国家也提出相关规划或装机刺激政策。例如，越南提出《第八个电力规划》草案，到 2030 年海上风电装机容量将达到 10GW；日本通过《能源基本计划》的修改，提出优先发展可再生能源，计划海上风电装机容量在 2030 年前达到 10GW，2040 年前达到 40GW；印度政府在 2021 年开始实行产能挂钩激励（Production-linked incentive, PLI）计划，并提出在 2030 年前安装完成 30GW 海上风电装机容量的目标。根据 GWEC 预测，到 2033 年，全球除中国市场以外地区新增海风装机需求将达到 46.20GW，对应 2023-2033 年 CAGR 约为 26.17%，市场空间有望稳定增长。

图表 9. 2006-2023 年全球海上风电装机情况



资料来源: GWEC, 中银证券

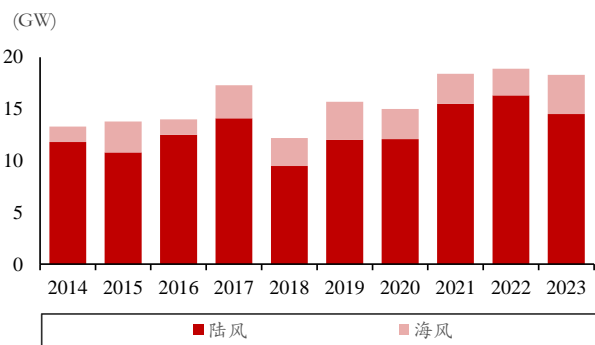
图表 10. GWEC 预测 2024-2033 年海外海上风电装机情况



资料来源: GWEC, 中银证券

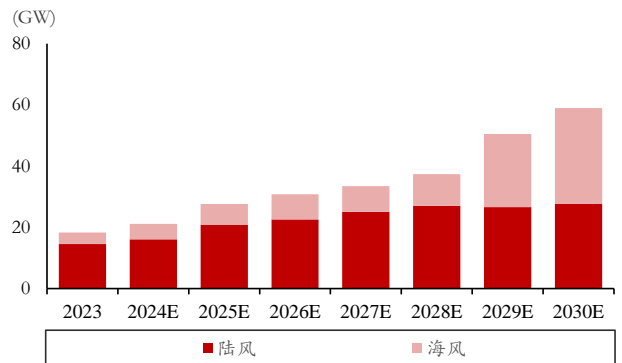
欧洲提高海风规划装机容量: 为支持欧洲风电产业发展, 欧盟及其主要国家装机规划一再提速, 正如前文所述, 欧盟委员会发布的《欧洲风电行动计划》要求欧盟必须大幅度提高风力发电的装机容量, 预计 2030 年累计装机量须达到 600 GW, 为实现这一目标, 各国政府也积极采取相应鼓励措施推动风电发展。根据 Wind Europe 的分析, 欧洲海风装机有望自 2025 年起进入快速增长阶段, 2025-2030 年, 欧洲年新增海风装机量有望从 6.7GW 提升至 31.4GW, 对应 CAGR 达到 36.20%, 快速增长的海风需求有望为我国零部件出海打开市场空间。

图表 11. 2014-2023 年欧洲风电装机情况



资料来源: Wind Europe, 中银证券

图表 12. 2024-2030 年欧洲风电装机预测

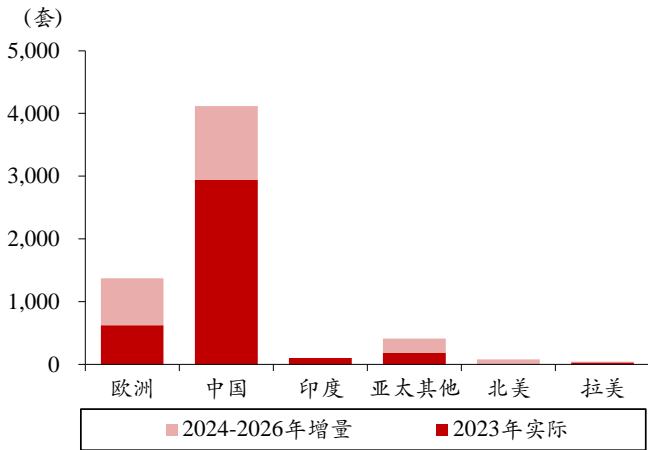


资料来源: Wind Europe, 中银证券

全球水下桩基础、海缆产能区域分化, 国内产能或外溢供应全球

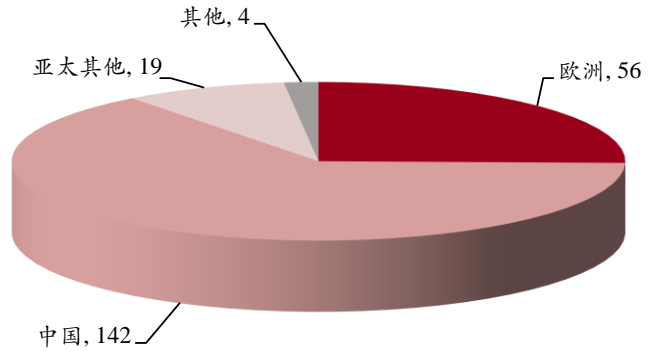
GWEC 判断欧美地区固定式海风桩基础将在 2026 年后出现潜在供给缺口: 根据 GWEC 的统计, 截至 2023 年, 全球海风固定式桩基础产能约为 3,880 套, 其中约 76% 的产能集中于中国; 2024-2026 年, 全球范围内的固定式桩基础产能预计还将增加 2,200 套, 基本可以满足到 2030 年前的海风桩基础年需求。然而, 若考虑到产能扩张可能存在不确定性, 以及不同市场认证、远距离运输带来的跨地区供应难度, GWEC 预测 2026 年开始, 以欧洲、北美为代表的多个海外市场可能出现潜在的固定式桩基础产能缺口。此外, 截至 2023 年底, GWEC 统计全球漂浮式桩基础产能约为 221 套, 根据后续各国的海风装机预期, 在不扩产假设下, 预计到 2030 年行业也将会出现供不应求的情况。

图表 13. 2023-2026 年全球固定式桩基供给



资料来源: GWEC, 中银证券

图表 14. 2023 年全球漂浮式桩基供给



资料来源: GWEC, 中银证券

图表 15. 2022-2030 年全球固定式桩基需求预测

(单位: 套)

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 欧洲 | 347 | 509 | 252 | 551 | 734 | 732 | 1,097 | 1,306 | 1,639 |
| 中国 | 683 | 887 | 1,263 | 1,411 | 1,324 | 1,210 | 1,154 | 1,071 | 1,000 |
| 印度 | | | | | 2 | | 34 | 34 | 68 |
| 亚太其他 | 271 | 241 | 223 | 263 | 229 | 253 | 277 | 288 | 345 |
| 北美 | | 42 | 73 | 193 | 294 | 339 | 308 | 294 | 270 |
| 拉美 | | | | | | | | | 108 |
| 非洲中东 | | | | | | | | | |
| 合计 | 1,301 | 1,679 | 1,811 | 2,418 | 2,583 | 2,534 | 2,870 | 2,993 | 3,430 |

资料来源: GWEC, 中银证券

注: 深粉色底色标注部分为 GWEC 预测可能潜在供不应求情况的年份

图表 16. 2022-2030 年全球漂浮式桩基需求预测

(单位: 套)

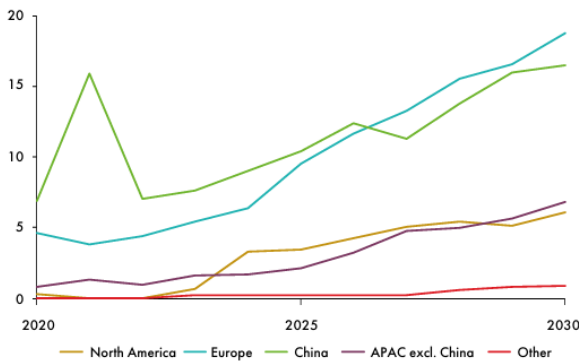
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 欧洲 | 7 | 11 | 7 | 8 | 26 | 29 | 50 | 130 | 182 |
| 中国 | 1 | 2 | | 25 | 40 | 40 | | | |
| 印度 | | | | | | | | | |
| 亚太其他 | | | 8 | | 11 | 32 | 57 | 75 | 77 |
| 北美 | | | 1 | 1 | | | | 12 | 32 |
| 拉美 | | | | | | | | | |
| 非洲中东 | | | | | | | | | |
| 合计 | 8 | 13 | 16 | 34 | 77 | 101 | 107 | 217 | 291 |

资料来源: GWEC, 中银证券

注: 深粉色底色标注部分为 GWEC 预测可能潜在供不应求情况的年份

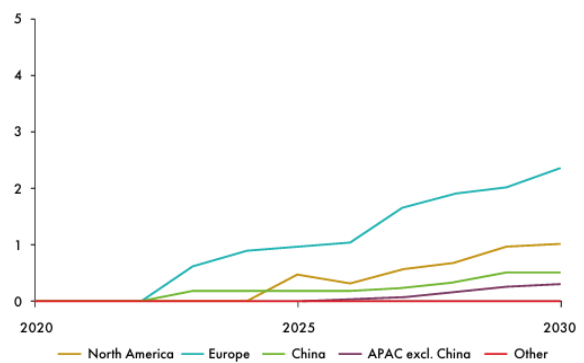
中国海缆产能规模全球领先, 未来有望外溢供应全球市场: 根据 GWEC 的预测, 2023-2030 年, 全球海缆公里数需求有望实现约 18% 的年均复合增速, 其对应价值量有望实现 15% 的年均复合增速。同时, 伴随需求的较快增长, 全球海缆的供需分布也将会逐步分化。中国在经历了 2021 年的海风抢装潮后, 形成了全球领先的海缆产能规模, 同时其远期海风发展潜力较大, 推动企业持续扩产, 后续国内产能或有望外溢供应至全球产能短缺的各个地区。

图表 17. 2020-2030 年中高压海风海缆需求 (千公里)



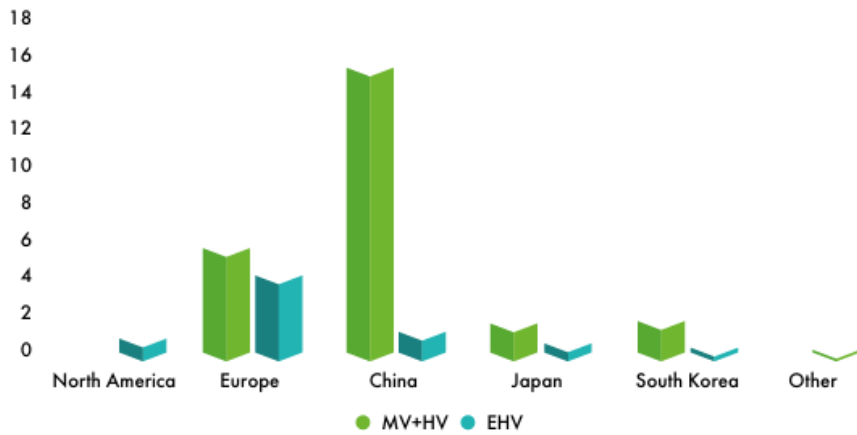
资料来源: GWEC, 中银证券

图表 18. 2020-2030 年超高压海风海缆需求 (千公里)



资料来源: GWEC, 中银证券

图表 19. 2023 年海缆产能 (千公里)



资料来源: 国家能源局, 中电联, 中银证券

国内海风零部件厂商出海认可度逐步提升, 海外订单量有所提升: 随着国内风电产能快速扩张、技术成熟度持续提升, 我国零部件厂商在海外市场获取订单的能力也有所改善。大金重工作为风电塔筒龙头企业, 陆续公开披露近 10 亿欧元的欧洲海风订单; 东方电缆、中天科技等海缆厂商亦已开始东南亚、欧洲等地区批量获得海外市场订单。我们认为, 国内零部件厂在产品研发技术、生产质量等方面逐渐获欧洲等主流海上风电业主的认可, 出海需求或成为国内供应商第二增长曲线。

图表 20. 国内海风企业海外订单中标情况 (不完全统计)

| 公司名称 | 海外订单获取情况 | 国家 | 中标时间 | 交付周期 | 项目金额 |
|------|--------------------------------------|-----|-------------|------------------------|-----------|
| 大金重工 | 德国北海地区某海上风电群项目 | 德国 | 2023 年 12 月 | 2024 年起 | 6.26 亿欧元 |
| | 某欧洲能源开发企业某海风项目供货合同 | / | 2023 年 5 月 | / | 1.96 亿欧元 |
| | Dogger Bank B 海上风电项目 | 英国 | 2022 年 11 月 | / | 7300 万欧元 |
| | NOY -Ile D'Yeu et Noirmoutier 海上风电项目 | 英国 | 2022 年 10 月 | / | 1.228 亿欧元 |
| | UK Moray West 海上风电海塔项目 | 英国 | 2022 年 10 月 | / | |
| 中天科技 | Baltica 2 海上风电项目 | 波兰 | 2023 年 5 月 | 2023 年 6 月至 2026 年 4 月 | 1.59 亿欧元 |
| | 沙特油田增产项目 | 沙特 | 2023 年 3 月 | / | |
| | 巴西亚马逊河流域海光缆项目 | 巴西 | 2023 年 3 月 | / | 7.02 亿元 |
| | 缅甸 66KV 海缆总包项目 | 缅甸 | 2023 年 3 月 | / | |
| | 达尔马天然气开发项目 | 阿联酋 | 2022 年 7 月 | / | |
| 东方电缆 | 乌姆沙伊夫油田长期发展计划 | 阿联酋 | 2022 年 7 月 | / | |
| | 越南新富东 1 区海上风电项目 | 越南 | 2022 年 7 月 | / | |
| | Baltica 2 海上风电项目 | 波兰 | 2023 年 5 月 | / | 3.5 亿元 |
| | Pentland Firth East 项目 | 英国 | 2022 年 11 月 | / | 1 亿元 |
| | Hollandse Kust West Beta 海上风电项目 | 荷兰 | 2022 年 3 月 | 2025 年 | 7500 万欧元 |
| | Inch Cape Offshore 公司海底电缆 | 英国 | 2024 年 7 月 | / | 18 亿元 |

资料来源: 大金重工公告, 中天科技公告, 东方电缆公告, 中银证券

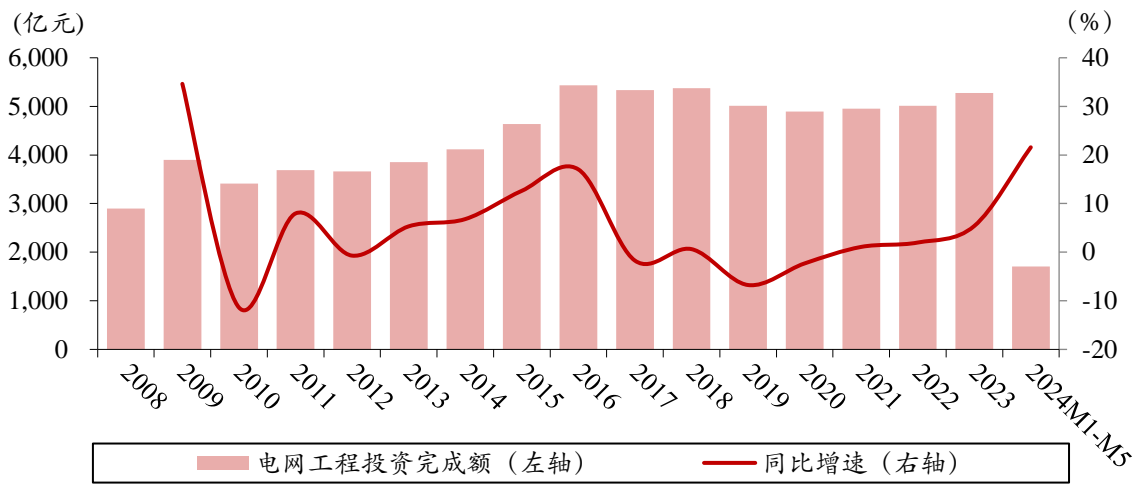
电力设备：国内主网投资高景气，海外出口需求旺盛

国内主网投资高景气度有望延续

国网投资额稳健增长，特高压项目加速审批与开工带动主网设备环节受益

电网工程投资额稳中有增，近两年增速较快：2015-2023年，我国年均电网工程投资额基本维持在4,500-5,500亿元的区间内，CAGR约为1.62%。2023年，伴随主网投资建设的高景气度，我国电网工程投资完成额达到5,275亿元，同比增长5.40%，同比增速达到近七年高点；2024年1-5月，我国电网工程投资完成额达到1,703亿元，同比增长21.60%，行业高景气度延续。

图表 21. 2008-2024 年 1-5 月电网工程投资完成额



资料来源：中国电力企业联合会，iFinD，中银证券

政策加速推动特高压建设，板块高景气度有望延续：2023年，我国特高压输电项目共计核准3条直流线路，开工4条直流线路与1条交流线路，开工与核准均呈现出较高的景气度。展望后续，2024年5月28日，国家能源局发布《关于做好新能源消纳工作 保障新能源高质量发展的通知》（下称“文件”），明确提出要加快推进新能源配套电网项目建设，加快推动一批新能源配套电网项目纳规，每年按权限对已纳入规划的新能源配套电网项目建立项目清单，在确保安全的前提下加快推进前期、核准和建设；同时，根据文件附件，2024年年内将开工“2交3直”特高压线路，分别为阿坝-成都东、大同-天津南、陕北-安徽、蒙西-京津冀、甘肃-浙江项目。我们认为，上述政策与开工规划有望为特高压板块的增长注入持续动力。

图表 22. 2023-2024 年特高压输电项目核准情况

| 名称 | 类型 | 电压(kV) | 线路长度(km) | 投资金额(亿元) | 核准时间 |
|--------------------|----|--------|----------|----------|---------|
| 2023年核准线路情况 | | | | | |
| 陇东-山东 | 直流 | ±800 | 926.4 | 202 | 2023年2月 |
| 宁夏-湖南 | 直流 | ±800 | 1,619 | 281 | 2023年5月 |
| 哈密-重庆 | 直流 | ±800 | 2,290 | 286 | 2023年7月 |
| 2024年核准线路情况 | | | | | |
| 阿坝-成都东 | 交流 | 1000 | 372 | 145 | 2024年1月 |
| 陕北-安徽 | 直流 | ±800 | 1,070 | 205 | 2024年2月 |

资料来源：人民网，中新网，新华网，宁夏发改委，四川发改委，中银证券

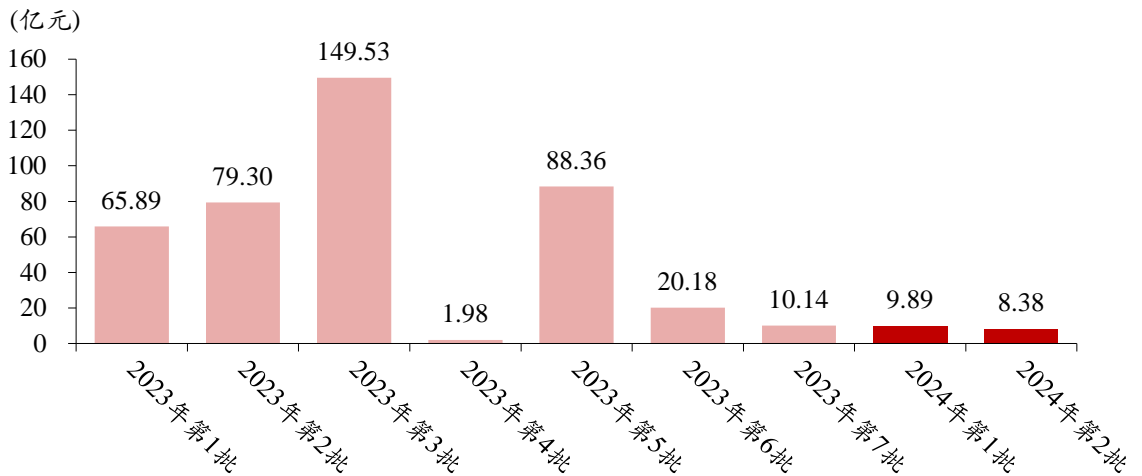
图表 23. 2023-2024 年特高压输电项目开工情况

| 名称 | 类型 | 电压(kV) | 线路长度(km) | 投资金额(亿元) | 核准时间 |
|---------------------|----|--------|----------|----------|------------|
| 2023 年开工线路情况 | | | | | |
| 金上-湖北 | 直流 | ±800 | 1,784 | 335 | 2023 年 2 月 |
| 陇东-山东 | 直流 | ±800 | 926 | 202 | 2023 年 3 月 |
| 宁夏-湖南 | 直流 | ±800 | 1,619 | 281 | 2023 年 6 月 |
| 哈密-重庆 | 直流 | ±800 | 2,290 | 286 | 2023 年 8 月 |
| 张北-胜利 | 交流 | 1000 | 366 | 68 | 2023 年 8 月 |
| 2024 年开工线路情况 | | | | | |
| 陕北-安徽 | 直流 | ±800 | 1,069 | 205 | 2024 年 3 月 |
| 蒙西-京津冀 | 直流 | ±800 | 699 | / | / |
| 甘肃-浙江 | 直流 | ±800 | 2,345 | / | / |
| 阿坝-成都东 | 交流 | 1000 | 743.4 | 145 | / |
| 大同-怀来-天津北-天津南 | 交流 | 1000 | 1,540 | / | / |

资料来源：新华网，四川发改委，国家能源局，中银证券

2024 年特高压设备累计已招标 18.27 亿元，后续预计仍有较多设备招标值得期待：2024 年国网已发布两批次的特高压设备招标，累计规模达到 18.27 亿元。我们预期，今年特高压直流线路有望开工 4-5 条，开工条数相比去年持平或略增，因此，我们判断全年特高压设备招标金额预期与去年相近，考虑到当前已招标规模与 2023 年累计 415.37 亿元的招标量仍有较大差距，下半年或仍有较大体量的设备招标值得期待。

图表 24. 2023-2024 年特高压设备各批次中标金额



资料来源：Data 电力，中银证券

柔直规模化应用在即，关注价值量与份额提升的环节

柔性直流更加适用于孤岛输电、城市配电网增容改造、电网背靠背互联、海上风电等应用场景：相比传统直流输电方式，柔性直流输电技术具备如下优势：1) 无需依赖有源电网。常规直流系统通常需要依靠电网完成换相，而柔性直流输电受端系统可以是无源网络，因此可以向孤岛供电。2) 无需无功补偿。柔性直流输电的核心电力电子器件采用 IGBT，无需交流侧提供换相电流和反向电压，从而避免了大量的无功消耗，还可以节省占地面积。3) 无换相失败的风险。柔性直流输电系统的开通和关断时间可控，与电流的方向无关。4) 适合构成多端系统。柔性直流输电系统可以通过改变单端电流方向来改变潮流的方向。5) 传输功率可独立控制。基于上述优势，我们认为柔性直流在孤岛输电、城市配电网增容改造、电网背靠背互联、海上风电等场景的应用有望逐步普及。

图表 25. 常规直流与柔性直流输电对比

| | 常规直流 | 柔性直流 |
|----------|-------------------|------------------|
| 核心电力电子器件 | 晶闸管, 半控型 | IGBT, 全控型 |
| 向无源系统供电 | 是 | 可 |
| 换相失败风险 | 系统故障、开关操作可能导致失败 | 无 |
| 无功补偿 | 需要 | 不需要 |
| 有功与无功控制 | 不能独立控制 | 可以独立控制 |
| 潮流反转 | 换流站需要退出运行, 改变控制策略 | 可以快速实现, 不用改变控制策略 |
| 模块化程度 | 低 | 高 |
| 多端的难易程度 | 难 | 易 |
| 设备成本 | 低 | 高 |
| 换流站容量 | 大 | 较小 |
| 直流故障处理能力 | 强 | 弱 |

资料来源: 商业新知, 中银证券

2024 年预计开工两条柔性直流输电项目, 技术进入大规模应用阶段: 进入 2023 年以来, 特高压加快对柔性直流技术的应用。2023 年国网可研招标中已经明确甘肃-浙江、蒙西-京津冀两条线路将采用柔性直流技术, 我们预计项目有望在 2024 年开工; 此外, 2024 年以来, 国网还陆续完成新疆-川渝、甘肃-四川两条柔直线路的可研招标, 标志着柔直技术进入大规模应用阶段。

图表 26. 柔直特高压项目可研招标情况

| 项目 | 招标批次 | 工程要求 | 工期要求 |
|--------|----------------------------|---|--|
| 甘肃-浙江 | 2023 年特高压项目第四次服务 (前期) 招标采购 | 新建送、受端柔性直流换流站各 1 座 ±800kV, 换流容量 8000MW | 2023 年 11 月力争完成可研核准后半年内完成施工图 |
| 蒙西-京津冀 | 2023 年特高压项目第五次服务 (前期) 招标采购 | 新建送、受端柔性直流换流站各 1 座 ±800kV, 换流容量 8000MW | 2023 年 11 月底力争完成可研核准后半年内完成施工图 |
| 新疆-川渝 | 2024 年特高压项目第二次服务 (前期) 招标采购 | 新建送、受端柔性直流换流站各 1 座 ±800kV, 换流容量 8000MW | 2024 年 9 月力争完成可研核准后 3 个月内完成初步设计施工图设计满足现场建设需求 |
| 甘肃-四川 | 2024 年特高压项目第三次服务 (前期) 招标采购 | 新建送、受端柔性直流换流站各 1 座 ±800kV, 换流容量 8000MW | 2024 年 12 月完成可研核准后 3 个月内完成初步设计施工图设计满足现场建设需求 |

资料来源: 国家电网新一代电子商务平台, 中银证券

柔直换流阀价值量约为常规直流换流阀的 3-5 倍: 柔性直流输电系统相比常规直流输电系统的核心差异在于换流阀, 由于换流阀中的晶闸管被成本更高的 IGBT 所替代, 柔直换流阀价值量有较大幅度提升。根据我们的不完全统计, 柔性直流换流阀单线路价值量通常是常规直流换流阀价值量的 3-5 倍, 后续伴随柔性直流技术渗透率的提升, 换流阀市场空间有望实现快速增长, 国电南瑞、许继电气、中国西电等相关头部供应商有望受益于需求增长。

图表 27. 柔性直流与常规直流换流阀价值量对比

| 项目 | 类型 | 电压等级 (kV) | 容量 (MW) | 中标价 (亿元) | 单线路价值量 (亿元/GW) |
|-------|------|-----------|---------|----------|----------------|
| 如东海风 | 柔性直流 | 400 | 1,100 | 7.45 | 6.77 |
| 哈密-重庆 | 常规直流 | 800 | 8,000 | 12.24 | 1.53 |

资料来源: 许继电气公告, 荣信汇科公告, 中国能源网, data 电力, 国家能源局, 中银证券

海内外需求共振，拉动电力设备出海向好

全球各国陆续公布电网投资计划

为匹配日益增长的能源需求，全球各地区和国家大力投资支持输配电网建设：2023年11月，欧盟委员会提出《电网行动计划》，拟在2030年前投入5840亿欧元，用于检修、改善和升级欧洲电网及其相关设施；而根据美国国会预算办公室（US Congressional Budget Office）的估计，2022-2031年，2022年提出的《通货膨胀削减法案》和2021年提出的《基础设施投资和就业法案》将为输电项目提供超过4300亿美元的总支持；其他国家亦有相应电网投资规划提出，助力电网的建设与改造，带动相关电力设备需求提升。

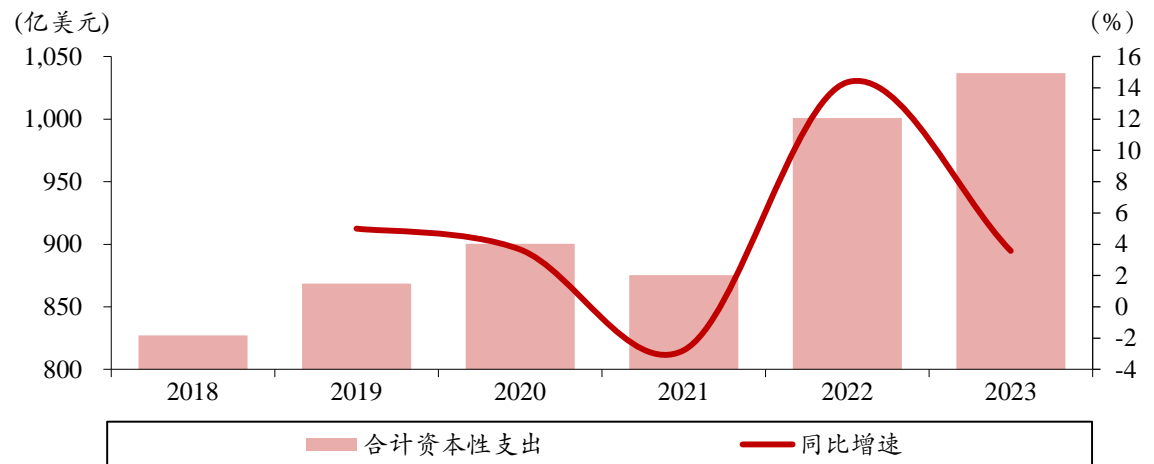
图表 28. 部分国家和地区电网投资规划

| | 投资金额（亿美元） | 投资周期 |
|------|-----------|-----------|
| 欧盟 | 6,370 | 2023-2030 |
| 美国 | 4,300 | 2022-2031 |
| 巴西 | 320 | 2023-2032 |
| 印度 | 290 | 2022-2030 |
| 澳大利亚 | 90 | 2022-2050 |
| 南非 | 40 | 2022-2027 |

资料来源：IEA，经济日报，腾讯新闻，中银证券

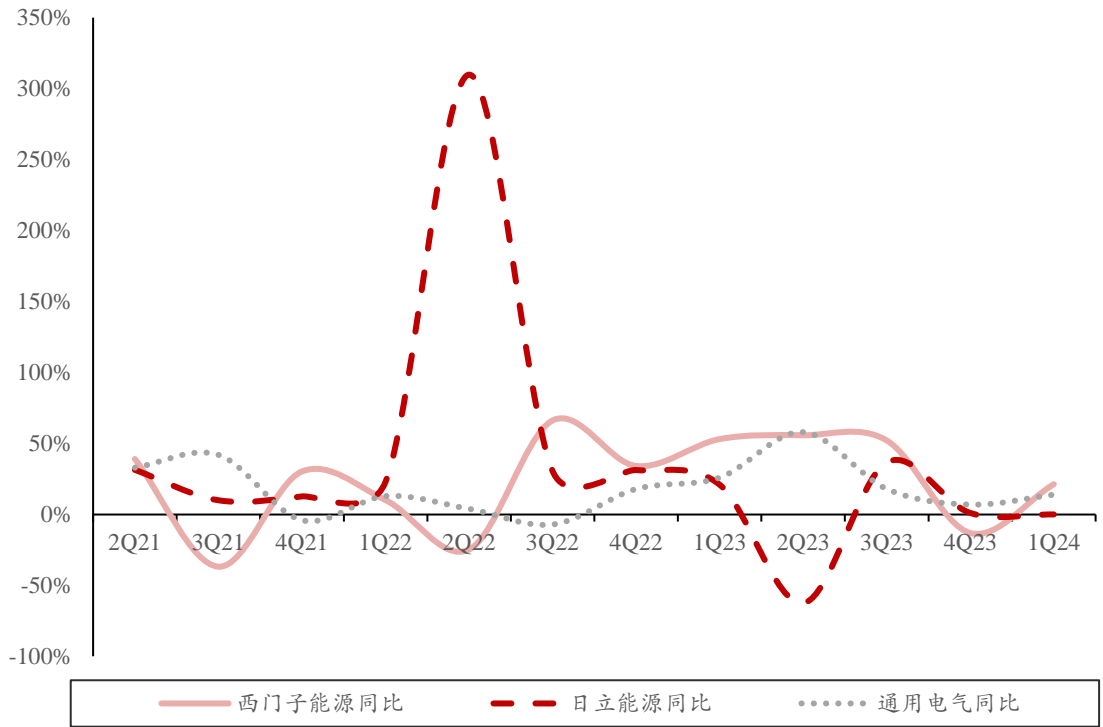
海外公用事业公司资本开支及电力设备企业订单持续增长：为响应电网建设的需求，海外亦持续加强对电力体系的资本开支。从需求端来看，我们选取 GICS 电力公用事业IV成份股（剔除部分年份无数据的标的），可以观察到 2018-2023 年其合计资本开支整体呈现增长态势，CAGR 为 4.63%；进入 2022 年后，其增速进一步提高，2021-2023 年 CAGR 达到 8.84%。此外，从供给端来看，我们选取部分海外电力设备公司，其新增订单金额自 2023 年以来基本呈现出较好的正增长态势。

图表 29. 2018-2023 年 GICS 电力公用事业IV成份股资本开支情况（剔除部分年份无数据标的）



资料来源：iFinD，中银证券

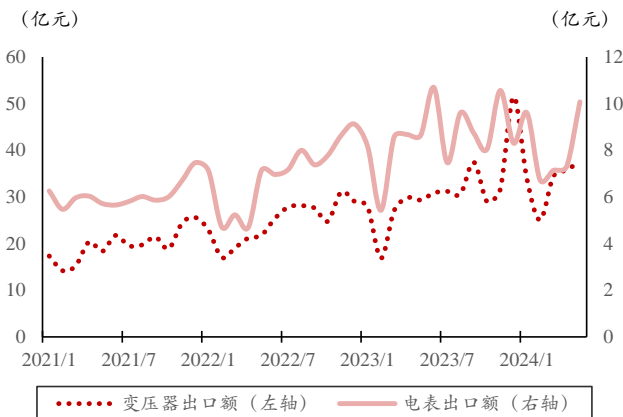
图表 30. 2021Q2-2024Q1 部分海外电力设备上市公司新增订单同比增速情况



资料来源：西门子能源官网，日立能源官网，通用电气官网，中银证券

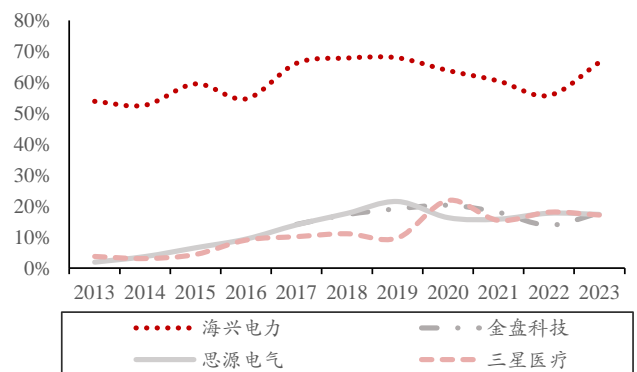
海关出口数据与企业收入结构持续验证出海逻辑：在海外需求向好的背景下，国内以变压器、电表为代表的电力设备厂商出口亦呈现出较快增长态势。根据海关总署统计数据，我国电表及变压器出口额在 2021-2024 年间波动上升。2024 年 1-5 月，我国变压器累计出口额达到 166.63 亿元，同比增长 63.79%，5 月单月出口金额环比增长 5.47%；电表 2024 年 1-5 月累计出口额则达到 40.83 亿元，同比增长 41.34%，5 月单月出口金额环比增长 37.99%。同时，以海兴电力、金盘科技、思源电气、三星医疗为代表的上市公司财报数据也显示，电力设备企业的海外收入占比正逐步提升，为行业注入增长动力。

图表 31. 2021-2024 年电表、变压器海关出口数据



资料来源：海关总署，中银证券

图表 32. 2013-2023 年电表及变电器企业海外收入占比



资料来源：iFinD，中银证券

投资建议

风电方面，国内海风项目建设有序推进，“十四五”期间有望维持较高的复合增长率；以欧洲为代表的海外海风有望从2025年起进入快速增长阶段，海外需求或接棒国内需求，带动风电产业链出货持续增长，建议优先配置具有海风、海外双重逻辑的塔筒桩基与海缆环节，以及存在渗透率提升逻辑的国产化与新技术环节。推荐大金重工、东方电缆*、天顺风能、海力风电*、泰胜风能*、金雷股份、盘古智能、日月股份、三一重能、运达股份、金风科技，建议关注中天科技、亨通光电、起帆电缆、禾望电气、中际联合、天能重工、宝胜股份、广大特材、崇德科技、长盛轴承、明阳智能。

电力设备方面，国内持续推动电力体制改革，《国家能源局关于做好新能源消纳工作 保障新能源高质量发展的通知》发布，有望推动特高压及主网建设加快，带动相关电网设备需求维持高景气；海外电网改造需求旺盛，建议关注受益于特高压高景气的主网环节相关标的，以及具备出海逻辑的变配电环节。推荐国电南瑞、金盘科技*，建议关注明阳电气、平高电气、许继电气、中国西电、思源电气、江苏华辰、四方股份、国网信通、泽宇智能。（*表示机械组覆盖）

风险提示

价格竞争超预期：风电整机与部分零部件产品价格亦存在竞争超预期的风险，电力设备环节也潜在供给较大的风险，或对产业环节盈利能力造成不利影响。

原材料价格出现不利波动：大宗原材料成本对风电、电力设备制造业的盈利能力影响权重较大，若原材料价格出现不利波动，将对各制造企业的盈利情况产生负面影响。

国际贸易摩擦风险：海外市场的增长或成为中国风电零部件企业、电力设备企业未来销售的主要增长动力之一，如后续国际贸易摩擦超预期升级，可能会对相关企业的销售规模和业绩产生不利影响。

政策不达预期：目前新能源发电行业整体景气度与行业政策的导向密切相关，如政策方面出现不利变动，可能影响行业整体需求，从而对制造产业链整体盈利能力造成压力。

消纳风险：随着我国光伏、风电装机容量的提升，其发电出力的不连续性对电网造成的消纳压力逐步增大，如电网企业限制后续新能源发电的新增消纳空间，将对新能源发电新增装机需求造成不利影响。

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。

大型化降本不达预期：风电制造业后续盈利能力在一定程度上依赖于机组大型化带来的制造成本下降，如大型化降本的幅度与速度不达预期，风电制造企业的盈利能力将受到负面影响。

附录图表 33. 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) |
|-----------|------|------|-----------|------------|-----------|-------|--------|-------|----------------------|
| | | | | | 2023A | 2024E | 2023A | 2024E | |
| 002531.SZ | 天顺风能 | 买入 | 7.71 | 138.54 | 0.44 | 0.83 | 17.42 | 9.29 | 5.03 |
| 301155.SZ | 海力风电 | 买入 | 36.9 | 80.22 | (0.41) | 1.40 | / | 26.36 | 25.09 |
| 300129.SZ | 泰胜风能 | 买入 | 6.12 | 57.22 | 0.31 | 0.57 | 19.57 | 10.74 | 4.66 |
| 600406.SH | 国电南瑞 | 买入 | 24.8 | 1,992.14 | 0.89 | 1.00 | 27.73 | 24.80 | 5.39 |
| 002487.SZ | 大金重工 | 增持 | 20.16 | 128.57 | 0.67 | 0.95 | 30.24 | 21.22 | 10.74 |
| 603606.SH | 东方电缆 | 增持 | 46.18 | 317.59 | 1.45 | 1.94 | 31.76 | 23.80 | 8.68 |
| 300443.SZ | 金雷股份 | 增持 | 14.51 | 47.22 | 1.27 | 1.57 | 11.47 | 9.24 | 18.63 |
| 301456.SZ | 盘古智能 | 增持 | 21.64 | 32.15 | 0.75 | 1.32 | 29.04 | 16.39 | 13.89 |
| 603218.SH | 日月股份 | 增持 | 9.9 | 102.04 | 0.47 | 0.68 | 21.19 | 14.56 | 9.60 |
| 688349.SH | 三一重能 | 增持 | 23.88 | 292.87 | 1.64 | 1.89 | 14.60 | 12.63 | 9.87 |
| 300772.SZ | 运达股份 | 增持 | 9.23 | 64.77 | 0.59 | 0.97 | 15.64 | 9.52 | 7.50 |
| 002202.SZ | 金风科技 | 增持 | 6.97 | 264.87 | 0.32 | 0.51 | 22.13 | 13.67 | 8.48 |
| 688676.SH | 金盘科技 | 增持 | 41.79 | 190.96 | 1.10 | 1.71 | 37.84 | 24.42 | 6.68 |
| 600522.SH | 中天科技 | 未有评级 | 14.26 | 486.69 | 0.91 | 1.11 | 15.62 | 12.82 | 9.90 |
| 600487.SH | 亨通光电 | 未有评级 | 15.05 | 371.24 | 0.87 | 1.11 | 17.24 | 13.61 | 10.63 |
| 605222.SH | 起帆电缆 | 未有评级 | 14.43 | 60.34 | 1.01 | 1.45 | 14.26 | 9.93 | 10.54 |
| 603063.SH | 禾望电气 | 未有评级 | 15.38 | 68.17 | 1.13 | 1.40 | 13.57 | 10.99 | 8.83 |
| 605305.SH | 中际联合 | 未有评级 | 24.26 | 51.56 | 0.97 | 1.70 | 24.93 | 14.24 | 10.94 |
| 300569.SZ | 天能重工 | 未有评级 | 3.99 | 40.80 | 0.25 | 0.49 | 16.23 | 8.09 | 5.39 |
| 600973.SH | 宝胜股份 | 未有评级 | 3.25 | 44.57 | 0.02 | 0.29 | 143.66 | 11.21 | 2.78 |
| 688186.SH | 广大特材 | 未有评级 | 9.17 | 19.65 | 0.51 | 0.79 | 17.99 | 11.61 | 15.29 |
| 301548.SZ | 崇德科技 | 未有评级 | 52.58 | 45.74 | 1.16 | 2.05 | 45.20 | 25.62 | 16.12 |
| 300718.SZ | 长盛轴承 | 未有评级 | 13.11 | 39.18 | 0.81 | 0.96 | 16.17 | 13.60 | 5.06 |
| 601615.SH | 明阳智能 | 未有评级 | 9.29 | 211.03 | 0.16 | 1.07 | 56.66 | 8.65 | 11.65 |
| 301291.SZ | 明阳电气 | 未有评级 | 33.05 | 103.18 | 1.59 | 2.07 | 20.72 | 15.97 | 13.13 |
| 600312.SH | 平高电气 | 未有评级 | 19.79 | 268.53 | 0.60 | 0.85 | 32.92 | 23.17 | 7.56 |
| 000400.SZ | 许继电气 | 未有评级 | 29.42 | 299.79 | 0.99 | 1.18 | 29.82 | 24.83 | 10.46 |
| 601179.SH | 中国西电 | 未有评级 | 6.79 | 348.05 | 0.17 | 0.24 | 39.32 | 27.87 | 4.19 |
| 002028.SZ | 思源电气 | 未有评级 | 62.46 | 483.57 | 2.01 | 2.64 | 31.01 | 23.65 | 13.53 |
| 603097.SH | 江苏华辰 | 未有评级 | 23.14 | 37.02 | 0.76 | / | 30.48 | / | 5.95 |
| 601126.SH | 四方股份 | 未有评级 | 16.94 | 140.98 | 0.75 | 0.89 | 22.48 | 19.02 | 4.73 |
| 600131.SH | 国网信通 | 未有评级 | 15.32 | 184.15 | 0.69 | 0.84 | 22.23 | 18.16 | 5.28 |
| 301179.SZ | 泽宇智能 | 未有评级 | 16.31 | 54.33 | 0.77 | 1.28 | 21.20 | 12.72 | 6.89 |

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 股价截止日 2024 年 7 月 19 日, 未有评级公司盈利预测来自 iFinD 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：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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。

本报告期内含保密信息，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，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转载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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