

国内外需求共振，持续高景气

Qing Fang
qing.fang@htisec.com

Baiqiao Xu
bq.xu@htisec.com

Haofei Chen
haofei.chen@htisec.com

投资要点：

- **电力设备 2024 年三季报概况。**一次设备归母净利润同比降 12.52%。各板块的归母净利润变动分别为：输变电-31.09%，配电+76.68%，低压电气+12.72%，铁塔电缆-33.22%，发电设备-0.41%，电机及零部件-30.14%。
二次设备归母净利润同比降 4.10%。各板块的归母净利润变动分别为：智能电网+9.65%，智能用电+14.54%，电厂等自动化-83.68%，工控&节能环保-25.88%，电源-32.65%，智能表-8.40%。
- **板块估值及涨跌幅。**从不同行业的 PE 估值对比来看，基于 2024 年预期 EPS (wind 一致预测)，电力设备板块平均市盈率达 31 倍，位处各行业估值的上游水平。从电力设备板块与其他板块走势的对比来看，年初至 11 月 11 日，电力设备涨幅约 29%。
- **特高压建设需求迫切，有望持续快速推进。**据国家电网微信公众号消息，过去几年，受疫情、特高压核准滞后等因素影响，特高压工程与风光大基地的建设速度相比略显滞后。从建设周期看，光伏电站是 3 个月至 6 个月，风电为 1 年，特高压为 1.5 年至 2 年。按照正常的节奏，特高压电网应当建设先行，才能与建设速度更快的风光电站形成“源网匹配”，做到同时投产、良好消纳。目前已建成的特高压工程外送容量远不能满足清洁能源送出需要，亟须加快建设以提升新能源并网能力。我们认为，在大型风光基地项目建设并网工作稳步推进的背景下，基于国家能源局及电网的规划，为了服务好沙漠、戈壁、荒漠大型风电光伏基地建设，支撑和促进大型电源基地集约化开发、远距离外送，特高压及配套主网建设有望持续加速推进，柔直比例有望进一步提升。建议关注：(1) 特高压直流核心标的：国电南瑞、许继电气、中国西电等；(2) 特高压交流核心标的：平高电气、中国西电等；(3) 主网设备核心标的：思源电气、华明装备、长高电新、四方股份等。
- **配网：投资有望提速，数智化、一次设备更新改造等为重点投资领域。**我们认为，随着新型电力系统建设的推进，配电网正逐步由单纯接受、分配电能给用户的电力网络转变为源网荷储融合互动、与上级电网灵活耦合的电力网络，在促进分布式电源就近消纳、承载新型负荷等方面的功能日益显著，全面提升配电网可观可测、可调可控能力，提高配电网可靠性和承载力，配网侧投资需求有望增加，数智化、一次设备更新改造等为重点方向，建议关注：国电南瑞、许继电气、东方电子、四方股份、三星医疗、长高电新、威胜信息等。
- **出海：持续高景气，贡献成长新动能。**受益于新能源装机增加、电网老旧更换需求以及新兴市场渗透率提升，全球电网建设发展势头强劲。同时，海外数据中心带动高用能需求增长，用能质量要求显著提升，叠加海外制造业投资回暖，拉动配用电投资需求高增。我们认为，海外电力设备需求有望持续增长，建议关注：思源电气、华明装备、三星医疗、金盘科技、伊戈尔、威胜信息、炬华科技、明阳电气、海兴电力等。
- **工控。**关注标的：汇川技术、信捷电气、伟创电气、麦格米特、雷赛智能等。
- **低压电气。**关注标的：宏发股份、良信股份、正泰电器、公牛集团等。
- **风险提示。**电网建设进度不达预期，经济大幅下行影响工控产业需求，新能源汽车发展不达预期，大宗原材料价格波动影响盈利水平。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明、重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

目 录

1. 电力设备 2024 年三季度报概况	5
2. 一次设备：特高压及配套主网建设持续推进，配网改造政策加速出台	6
2.1 2024 年三季度报细分板块梳理	6
2.2 2024 年三季度报细分板块分析	7
3. 二次设备：电网自动化、数字化为电网重点投资领域	10
3.1 2024 年三季度报细分板块梳理	10
3.2 2024 年三季度报细分板块分析	11
4. 电力设备公司成长性梳理	15
5. 国内外需求共振，持续高景气	18
5.1 板块估值及涨跌幅	18
5.2 特高压：建设需求迫切，持续推进	19
5.3 配网：投资有望提速，数智化、一次设备更新改造等为重点投资领域	19
5.4 出海：持续高景气，贡献成长新动能	20
5.5 工控：整体解决方案需求提升，进口替代有望加速	20
5.6 低压电气：建议关注标的	20
6. 风险提示	20

图目录

图 1	一次设备收入同比增速（2024 Q1-Q3, %）	6
图 2	一次设备归母净利润同比增速（2024 Q1-Q3, %）	6
图 3	一次设备毛利率（2023 Q1-Q3, 2024 Q1-Q3, %）	6
图 4	一次设备期间费用率（2023 Q1-Q3, 2024 Q1-Q3, %）	6
图 5	二次设备收入同比增速（2024 Q1-Q3, %）	10
图 6	二次设备归母净利润同比增速（2024 Q1-Q3, %）	10
图 7	二次设备毛利率（2023 Q1-Q3, 2024 Q1-Q3, %）	10
图 8	二次设备期间费用率（2023 Q1-Q3, 2024 Q1-Q3, %）	10
图 9	各板块市盈率对比（2024E PE, 倍）	18
图 10	各板块年初至今涨跌幅对比（%）	18

表目录

表 1 电力设备上市公司 2024 年三季报情况	5
表 2 电力设备上市公司 2024 年前三季度及分季度归母净利润增速 (1) (%)	15
表 3 电力设备上市公司 2024 年前三季度及分季度归母净利润增速 (2) (%)	16
表 4 电力设备上市公司 2024 年前三季度及分季度归母净利润增速 (3) (%)	17

1. 电力设备 2024 年三季报概况

一次设备归母净利润同比降 12.52%。各板块的归母净利润变动分别为：输变电-31.09%，配电+76.68%，低压电气+12.72%，铁塔电缆-33.22%，发电设备-0.41%，电机及零部件-30.14%。

二次设备归母净利润同比降 4.10%。各板块的归母净利润变动分别为：智能电网+9.65%，智能用电+14.54%，电厂等自动化-83.68%，工控&节能环保-25.88%，电源-32.65%，智能表-8.40%。

表 1 电力设备上市公司 2024 年三季报情况

	营收增速%	归母净利增速%	毛利率%	毛利率同比 pct	期间费用率%	期间费用率同比 pct
一次设备:	3.03	-12.52	18.68	-1.34	12.08	0.47
输变电	4.68	-31.09	21.24	-6.00	10.74	0.91
配电	2.54	76.68	20.16	0.16	18.90	0.01
低压电气	6.38	12.72	27.94	1.55	13.59	1.35
铁塔电缆	3.59	-33.22	11.40	-1.44	8.59	0.35
发电设备	1.40	-0.41	17.22	-0.17	12.87	-0.15
电机及零部件	-3.46	-30.14	20.73	-0.16	15.91	1.19
二次设备:	7.91	-4.10	30.00	-0.08	19.00	0.74
智能电网	5.94	9.65	29.03	0.78	17.82	0.70
智能用电	12.16	14.54	37.57	2.66	18.83	1.46
电厂等自动化	-16.27	-83.68	22.82	1.29	22.35	6.16
工控&节能环保	15.58	-25.88	27.96	-3.13	19.87	-0.72
电源	1.75	-32.65	26.29	-1.77	19.21	1.54
智能表	-7.57	-8.40	43.60	1.79	29.72	3.06

资料来源：Wind, HTI

2. 一次设备：特高压及配套主网建设持续推进，配网改造政策加速出台

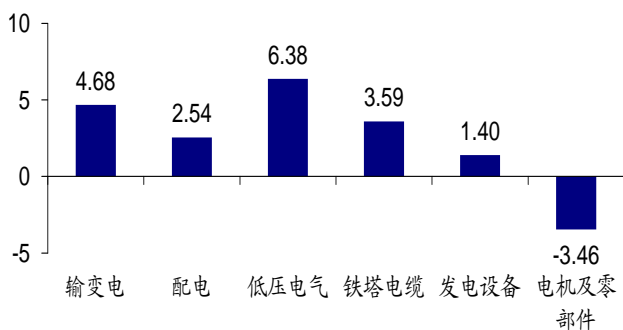
2.1 2024 年三季度报细分板块梳理

2024 年前三季度，一次设备行业营业收入同比增 3.03%，归母净利润同比降 12.52%。毛利率同比降 1.34pct，期间费率同比增 0.47pct。

2024 年前三季度，各板块的收入变动分别为：输变电+4.68%，配电+2.54%，低压电气+6.38%，铁塔电缆+3.59%，发电设备+1.40%，电机及零部件-3.46%。

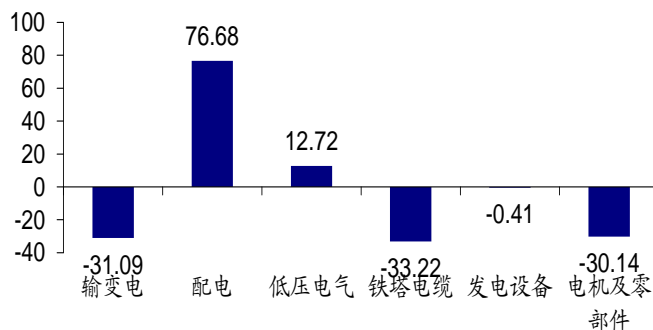
2024 年前三季度，各板块的归母净利润变化情况分别为：输变电-31.09%，配电+76.68%，低压电气+12.72%，铁塔电缆-33.22%，发电设备-0.41%，电机及零部件-30.14%。

图1 一次设备收入同比增速（2024 Q1-Q3，%）



资料来源：Wind, HTI

图2 一次设备归母净利润同比增速（2024 Q1-Q3，%）

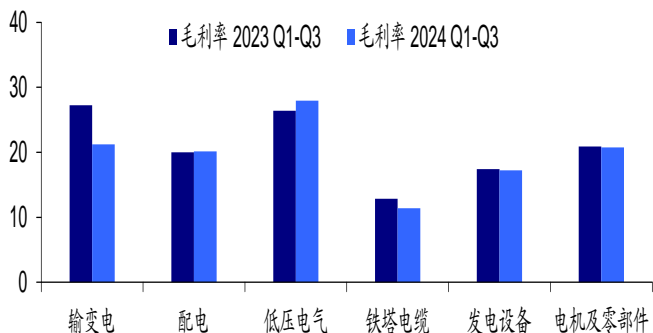


资料来源：Wind, HTI

2024 年前三季度，各板块的毛利率变动幅度分别为：输变电-6pct，配电+0.16pct，低压电气+1.55pct，铁塔电缆-1.44pct，发电设备-0.17pct，电机及零部件-0.16pct。

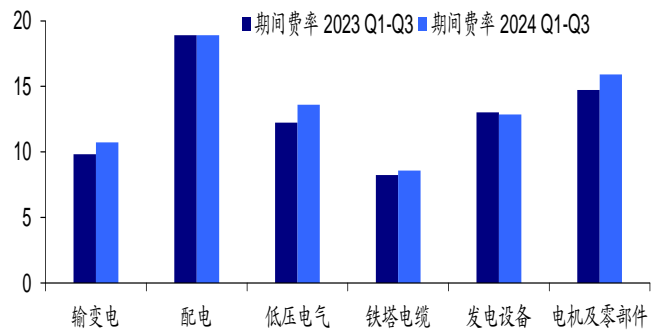
2024 年前三季度，各板块的期间费率变动幅度分别为：输变电+0.91pct，配电+0.01pct，低压电气+1.35pct，铁塔电缆+0.35pct，发电设备-0.15pct，电机及零部件+1.19pct。

图3 一次设备毛利率（2023 Q1-Q3，2024 Q1-Q3，%）



资料来源：Wind, HTI

图4 一次设备期间费用率（2023 Q1-Q3，2024 Q1-Q3，%）



资料来源：Wind, HTI

2.2 2024 年三季度报细分板块分析

一次设备分板块来看：

2024 年前三季度：

(1) 收入：[电机及零部件收入同比下滑，其他板块收入同比增长](#)。

(2) 归母净利润：[配电板块归母净利润同比高增](#)，低压电气板块稳健增长，其他板块同比下滑。

(3) 毛利率：配电、低压电气板块毛利率同比提升，其他板块毛利率均有所下滑。其中，输变电、铁塔电缆板块毛利率有 1pct 以上的下滑。

(4) 期间费率：发电设备板块期间费率同比下降，其他板块期间费率均有所增加。

具体来看：

(1) 输变电

2024 年前三季度，输变电板块收入同比增 4.68%，归母净利润同比降 31.09%，毛利率同比降 6pct，期间费率同比增 0.91pct。

产业层面：近年来，在大型风光基地项目建设并网工作稳步推进的背景下，基于国家能源局及国网的规划，为了服务好沙漠、戈壁、荒漠大型风电光伏基地建设，支撑和促进大型电源基地集约化开发、远距离外送，特高压及配套主网建设正持续加速推进中。张北-胜利、川渝等特高压交流工程，金上-湖北、陇东-山东、宁夏-湖南、哈密-重庆、陕北-安徽等特高压直流工程陆续开工。

我们认为，随着特高压及配套主网建设的持续加速推进，相关输变电设备企业有望深度受益。

重点公司层面：

[思源电气](#)

2024 年前三季度营收同比增 21.28%，归母净利润同比增 29.88%。2024 年前三季度，公司实现营收 104.07 亿元，同比增 21.28%；综合毛利率 31.42%，同比增 1.32pct；归母净利润 14.91 亿元，同比增长 29.88%。

海外市场需求旺盛，全球布局助力海外业务收入持续快速增长。目前，公司出口业务已遍布 100 多个国家和地区，在巴西、墨西哥、瑞士、肯尼亚等 10 多个国家与地区设立了子公司或参股公司，加强品牌在海外市场的推广，利用多渠道销售和定制化服务增强市场竞争力；优化供应链管理，建立多元化、稳定的供应链体系。

我们认为，欧洲、北美洲等电力发达地区输配电设备运行多年，有较大的改造更换空间；东南亚、中东、非洲等地区电力基础设施建设落后，存在较大的新建业务机会。海外市场需求景气度有望持续，多渠道销售、定制化服务、全球布局的优势有望助力公司海外业务持续快速增长。

风险提示：电网投资不及预期；海外市场拓展不及预期等；原材料价格、运费波动；市场竞争导致产品盈利水平下降等。

平高电气

2024 年前三季度营收同比增 5.88%，归母净利润同比增 55.13%。2024 年前三季度，公司实现营收 78.85 亿元，同比增 5.88%；综合毛利率 24.27%，同比增 4.28pct；归母净利润 8.57 亿元，同比增长 55.13%。

我们认为，公司业绩快速增长，主要源于：(1) 前三季度，电网投资稳步提升，电网建设持续推进，公司重点项目陆续履约交付，营收同比增长；(2) 精益管理持续深入，提质增效成果显著；(3) 收入结构变化：高附加值产品交付同比增加等。

特高压及主网建设持续推进，公司有望深度受益。近年来，在大型风光基地项目建设并网工作稳步推进的背景下，基于国家能源局及国网的规划，为了服务好沙漠、戈壁、荒漠大型风电光伏基地建设，支撑和促进大型电源基地集约化开发、远距离外送，特高压及配套主网建设正持续加速推进中。张北-胜利、川渝等特高压交流工程，金上-湖北、陇东-山东、宁夏-湖南、哈密-重庆、陕北-安徽等特高压直流工程陆续开工。

公司拥有世界领先的超特高压技术，具备开关装备全套产业链及先进的科技研发体系，具备核心竞争力。我们认为，特高压及主网建设持续推进，将明显带动公司高压开关业务持续快速增长，拉动公司整体业绩持续快速增长。

风险提示：电网投资不及预期；特高压建设进度不及预期；市场竞争加剧风险。

华明装备

2024 年前三季度营收同比增 16.78%，归母净利润同比增 7.52%。2024 年前三季度，公司实现营收 16.99 亿元，同比增 16.78%；综合毛利率 49.89%，同比降 4.58pct；归母净利润 4.94 亿元，同比增长 7.52%。

变压器分接开关内资龙头，深度受益于海内外需求共振。近年来，我国将实现碳达峰碳中和作为重要战略目标，并出台了一系列配套政策和措施，推动了新能源汽车、光伏发电等上下游制造业的快速发展，进而带动了工业用电需求的增长；同时随着全社会用电量的增长，发电装机容量和电网投资建设保持了持续增长，带动了分接开关市场的扩大。此外，世界能源结构转型以及欧美电力投资加速等拉动了变压器的海外需求，给公司带来了新的发展和机遇。

公司是国内变压器分接开关产品的领军企业，目前的销售规模稳居国内第一、世界第二，国内 500kV 以下的市场竞争中具有较强的领先地位，国内高端市场及海外市场产品的销售规模持续提升。

我们认为，随着全球电网建设提速，电力设备需求有望持续增长，公司作为分接开关内资龙头，有望深度受益。

风险提示：电网投资不及预期；市场竞争激烈导致产品盈利水平下降。

(2) 配电

2024 年前三季度，配电板块收入同比增 2.54%，归母净利润同比增 76.68%，毛利率同比增 0.16pct，期间费率同比增 0.010pct。

产业层面：配网改造政策加速出台，配网侧投资需求有望提升。

2024 年 2 月，国家发展改革委、国家能源局印发了《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》，提出到 2025 年，配电网网架结构更加坚强清晰、供配电能力合理充裕、承载力和灵活性显著提升、数字化转型全面推进。到 2030 年，基本完成配电网柔性化、智能化、数字化转型，有效促进分布式智能电网与大电网融合发展。

2024年8月，国家能源局制定了《配电网高质量发展行动实施方案（2024—2027年）》。《方案》紧密围绕新型电力系统建设要求，重点推进“四个一批”建设改造任务，努力构建安全高效、清洁低碳、柔性灵活、智慧融合的新型配电系统建设。

我们认为，加快构建新型电力系统，配网改造政策加速出台，配网侧投资需求有望进一步提升，相关企业有望深度受益。

（3）低压电气

2024年前三季度，低压电气板块收入同比增 6.38%，归母净利润同比增 12.72%，毛利率同比增 1.55pct，期间费率同比增 1.35pct。

宏发股份

2024年前三季度收入同比增 9.97%，归母净利润同比增 15.07%。2024年前三季度，公司实现营收 108.69 亿元，同比增 9.97%；综合毛利率 35.17%，同比降 1.19pct；归母净利润 12.69 亿元，同比增长 15.07%。

全球继电器龙头市场地位稳固，有望深度受益新能源汽车等行业快速发展。根据宏发股份 2024 年半年报援引智多星顾问出具的《2023 版中国电磁继电器市场竞争研究报告》，2023 年全球电磁继电器市场规模约 540.0 亿元，同比增 3.6%。其中，中国电磁继电器市场规模约 371.8 亿元，同比增 5.1%。

我们认为，随着智能家居、工业自动化、光伏领域的强劲增长，全球电表智能化、汽车智能化和新能源汽车的快速发展，及 5G 通信的普及，电磁继电器市场仍将保持良好的发展态势，公司作为全球继电器龙头，有望深度受益。

风险提示：海外车企切入进展不达预期，美元汇率波动风险，市场竞争风险。

（4）发电设备板块

2024年前三季度，发电设备板块收入同比增 1.40%，归母净利润同比降 0.41%，毛利率同比降 0.17pct，期间费率同比降 0.15pct。

3. 二次设备：电网自动化、数字化为电网重点投资领域

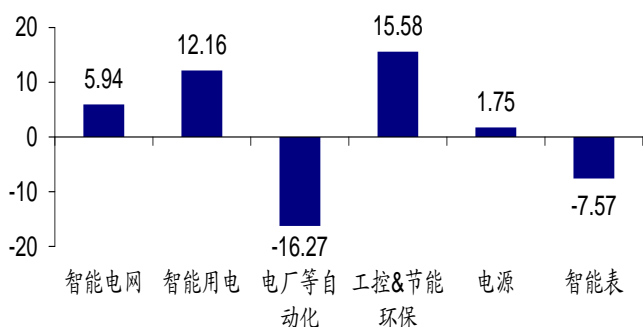
3.1 2024 年三季度报细分板块梳理

2024 年前三季度，**二次设备**行业营业收入同比增 7.91%、归母净利润同比降 4.10%。毛利率同比降 0.08pct，期间费率同比增 0.74pct。

2024 年前三季度，各板块的**收入变动情况**分别为：智能电网+5.94%，智能用电+12.16%，电厂等自动化-16.27%，工控&节能环保+15.58%，电源+1.75%，智能表-7.57%。

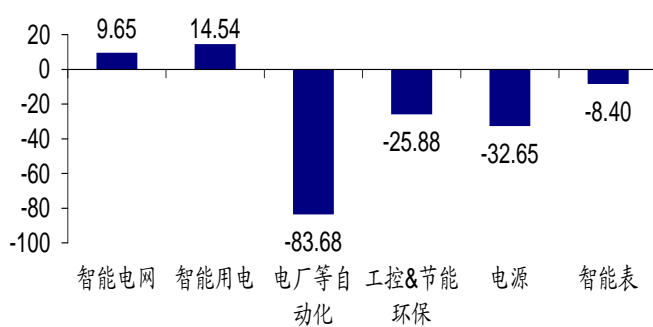
2024 年前三季度，各板块的**归母净利润变动情况**分别为：智能电网+9.65%，智能用电+14.54%，电厂等自动化-83.68%，工控&节能环保-25.88%，电源-32.65%，智能表-8.40%。

图5 二次设备收入同比增速（2024 Q1-Q3，%）



资料来源：Wind，HTI

图6 二次设备归母净利润同比增速（2024 Q1-Q3，%）

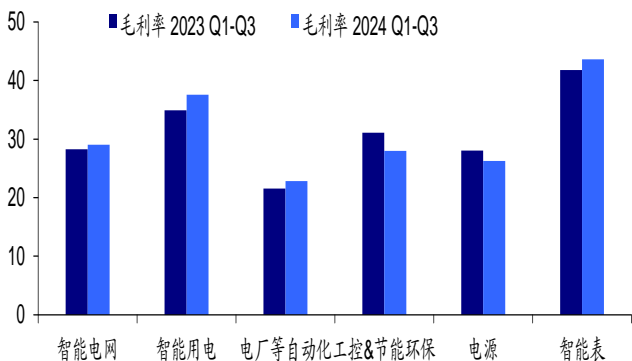


资料来源：Wind，HTI

2024 年前三季度，各板块的**毛利率变动幅度**分别为：智能电网+0.78pct，智能用电+2.66pct，电厂等自动化+1.29pct，工控&节能环保-3.13pct，电源-1.77pct，智能表+1.79pct。

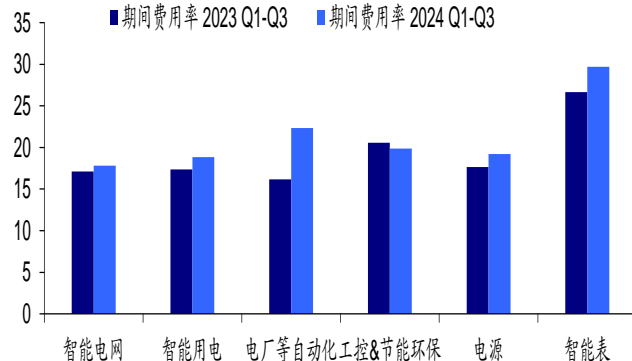
2024 年前三季度，各板块的**期间费率变动幅度**分别为：智能电网+0.70pct，智能用电+1.46pct，电厂等自动化+6.16pct，工控&节能环保-0.72pct，电源+1.54pct，智能表+3.06pct。

图7 二次设备毛利率（2023 Q1-Q3，2024 Q1-Q3，%）



资料来源：Wind，HTI

图8 二次设备期间费用率（2023 Q1-Q3，2024 Q1-Q3，%）



资料来源：Wind，HTI

3.2 2024 年三季度细分板块分析

二次设备分板块来看：

2024 年前三季度：

(1) 收入：电厂等自动化、智能表板块收入同比下滑，其他板块收入同比增长。

(2) 归母净利润：智能电网、智能用电板块同比增长，其他板块归母净利润同比下滑。

(3) 毛利率：工控&节能环保、电源板块毛利率同比下滑，其余板块毛利率均同比提升。

(4) 期间费率：工控&节能环保板块期间费率同比下降，其余板块期间费率同比增加。

具体来看：

(1) 工控&节能环保

2024 年前三季度，工控&节能环保板块收入同比增 15.58%，归母净利润同比降 25.88%，毛利率同比降 3.13pct，期间费率同比降 0.72pct。

产业层面：受外部环境影响，国内有效需求不足，制造业 PMI 连续低于荣枯线，行业整体需求低迷。根据汇川技术 2024 半年报援引睿工业统计数据，2024 年上半年中国工业自动化市场规模约 1476 亿元，同比下降 2.8%。

重点公司层面：

汇川技术：

2024 年前三季度营收同比增 26.22%，归母净利润同比增 1.04%。2024 年前三季度，公司实现营收 253.97 亿元，同比增 26.22%；综合毛利率 31.02%，同比降 4.76pct；归母净利润 33.54 亿元，同比增长 1.04%。

新能源汽车业务收入高增，通用自动化业务略有增长。受益于新能源汽车行业渗透率持续提升及客户定点车型放量，前三季度，新能源汽车业务实现收入约 104 亿元，同比增长约 96%。

第三季度，受光伏、锂电行业需求下滑及其他行业需求疲软影响，通用自动化业务收入同比略有下降。前三季度，通用自动化业务实现收入约 109 亿元，同比增长约 4%。其中，通用变频器收入约 37 亿元，通用伺服系统收入约 43 亿元，PLC&HMI 收入约 10 亿元；工业机器人（含精密机械）收入约 8 亿元。

展望未来，我们认为，在机器换人和工厂自动化/智能化的背景下，公司变频器、伺服系统、PLC 等产品仍有较大成长空间。公司基于多产品平台及行业定制化解决方案的优势，在下游行业的份额有望继续提升。

风险提示：经济波动带来的经营风险；工控市场竞争加剧导致公司盈利水平下降的风险；新能源汽车市场竞争加剧，导致公司新能源汽车业务盈利水平下降的风险；管理风险等。

信捷电气：

2024 年前三季度同比增 11.93%，归母净利润同比增 12.69%。2024 年前三季度，公司实现营收 12.10 亿元，同比增 11.93%；毛利率 38.60%，同比增 4.94pct；归母净利润 1.74 亿元，同比增长 12.69%。

打造一体化解决方案供应商，传统行业、新兴行业齐发展。公司依托大客户战略和行业项目制，更加深入把握不同行业的流程工艺，针对九大行业推出几十种行业解决方案，进一步稳固在传统领域的优势。

公司依靠自身在小型 PLC 市场建立的优势，进一步向中型 PLC 及与 PLC 紧密相关的其他工控产品延伸产品线，助力公司稳固在传统行业的优势地位的同时，加速新能源、高端智能制造等行业的拓展。

公司目前形成了包括小体积伺服系统、PROFINET 总线伺服系统、低压伺服系统在内的三大类及包括总线型和脉冲型两种类别的 8 个子系列伺服系统产品，全面覆盖下游传统行业和新兴行业的不同需求。

风险提示：经济波动导致工控产业需求不达预期；市场竞争激烈导致产品盈利水平下降。

伟创电气

2024 年前三季度营收同比增 22.37%，归母净利润同比增 34.09%。2024 年前三季度，公司实现营收 11.57 亿元，同比增 22.37%；综合毛利率 40.53%，同比增 2.57pct；归母净利润 2.10 亿元，同比增长 34.09%。

进一步完善工控自动化产品布局，盈利能力稳步提升。前三季度，变频器-通用产品实现收入 3.01 亿元，同比降 3.13%；变频器-行业专机产品实现收入 4.49 亿元，同比增长 51.69%。伺服系统及控制系统实现收入 3.69 亿元，同比增长 21.62%。

我们认为，随着智能制造以及工厂数字化转型升级，自动化和智能化是必然趋势，公司进一步完善工控自动化产品布局，从单一产品到制造工艺，均可为客户提供定制化系统解决方案，综合竞争力进一步提升，有望持续开拓新的细分市场，助力业绩持续提升。

风险提示：经济波动导致工控产业需求不达预期；市场竞争激烈导致产品盈利水平下降。

雷赛智能

2024 年前三季度营收同比增 9.62%，归母净利润同比增 56.36%。2024 年前三季度，公司实现营收 11.55 亿元，同比增 9.62%；综合毛利率 38.64%，同比增 1.33pct；归母净利润 1.44 亿元，同比增长 56.36%。

营销变革初见成效，降本增效改善盈利能力。2024 年光伏、锂电行业需求下滑导致公司在新能源行业的收入大幅下降，公司坚守“智能制造”主航道+“移动机器人”辅航道的第三次创业战略目标，通过“深挖老行业，开拓新行业”的营销策略，在传统优势行业不断深耕客户需求，提升市场占有率，同时积极开拓新兴市场，大力推广新产品和行业解决方案，弥补了新能源行业下滑的影响，营销变革初见成效。

此外，公司围绕“降本增效”经营管理目标在产品的设计优化、生产自动化、原材料供应和流程性组织建设等方面推出的一系列管理措施不断落地，精细化管控、降本优化措施效果逐步显现，产品成本有一定的下降。同时，前期为在稳定中实施变革而额外支付的部分成本费用减少，以及随着股权激励计划的陆续解锁或到期，股份支付成本也在下降，进一步改善盈利能力。

风险提示：经济波动导致工控产业需求不达预期。市场竞争激烈导致产品盈利水平下降。

(2) 智能电网

2024 年前三季度，智能电网板块收入同比增 5.94%，归母净利润同比增 9.65%，毛利率同比增 0.78pct，期间费率同比增 0.70pct。

产业层面：

2024 年 7 月，国家发展改革委、国家能源局、国家数据局制定了《加快构建新型电力系统行动方案（2024-2027 年）》，提出在 2024-2027 年重点开展 9 项专项行动（电力系统稳定保障行动、大规模高比例新能源外送攻坚行动、配电网高质量发展行动、智慧化调度体系建设行动、新能源系统友好性能提升行动、新一代煤电升级行动、电力系统调节能力优化行动、电动汽车充电设施网络拓展行动、需求侧协同能力提升行动），**提升电网对清洁能源的接纳、配置、调控能力。**

据新华网，为加快构建新型电力系统，促进新能源高质量发展，推动大规模设备更新改造，**国家电网 2024 年电网投资将首次超过 6000 亿元，同比新增 711 亿元。新增投资主要用于特高压交直流工程建设、加强县域电网与大电网联系、电网数字化智能化升级，更好保障电力供应、促进西部地区大型风电光伏基地送出、提升电网防灾抗灾能力、改善服务民生。**

我们认为，**加快构建新型电力系统，特高压、配网等为电网重点投资领域。**

重点公司层面：

国电南瑞

2024 年前三季度营收同比增 12.97%，归母净利润同比增 7.53%。2024 年前三季度，公司实现营收 323.13 亿元，同比增 12.97%；综合毛利率 29.26%，同比降 0.04pct；归母净利润 44.73 亿元，同比增长 7.53%。

加快构建新型电力系统，公司有望深度受益。1-9 月，国内电网工程完成投资 3982 亿元，同比增长 21.1%。2024 年，阿坝-成都东特高压交流、陕北-安徽特高压直流及青藏直流二期扩建工程开工，华北“西电东送”通道调整、青海红旗 750 千伏、巴林-奈曼-阜新等一批重点工程投产。电网数字化智能化水平不断提升。

我们认为，公司是智能电网技术、产品及一体化整体解决方案供应商，处于市场龙头地位，有望深度受益。

风险提示：电网投资不及预期；特高压建设进度不及预期；网外市场拓展不及预期；市场竞争加剧等。

许继电气

2024 年前三季度营收同比降 11.49%，归母净利润同比增 10.41%。2024 年前三季度，公司实现营收 95.86 亿元，同比降 11.49%；综合毛利率 21.94%，同比增 2.83pct；归母净利润 8.95 亿元，同比增长 10.41%。

夯实电网基本盘，网外市场多点开花。2024 年，换流阀中标青藏二期扩建工程 1.79 亿元。仪表市场份额保持领先；智慧配电网示范项目成功中标河南、山东等地项目。南网市场扎实推进。电抗器中标金额实现历史突破，500kV 安全可控综自系统实现首台套供货。数字化站监测终端、输电线路监测装置实现南网市场突破。

网外市场：工商业储能一体机、PCS、EMS 实现多家央企中标突破。完成江西鹰潭零碳台区示范工程、河北石家庄台区储能示范工程等项目建设。实现首个零碳预制舱项目突破；牵引综自中标多条铁路改造项目。

风险提示：电网投资进度低于预期；行业竞争加剧，产品价格显著下降。

(3) 智能用电

2024 年前三季度，智能用电板块收入同比增 12.16%，归母净利润同比增 14.54%，毛利率同比增 2.66pct，期间费率同比增 1.46pct。

重点公司层面：

炬华科技

2024 年前三季度营收同比增 23.85%，归母净利润同比增 22.47%。2024 年前三季度，公司实现营收 15.46 亿元，同比增 23.85%；综合毛利率 47.96%，同比增 4.09pct；归母净利润 5.42 亿元，同比增长 22.47%；扣非归母净利润 5.63 亿元，同比增长 44.28%。

国网 2024 年智能电表招标量同比增 25%，智能电表行业处升级替换上行阶段。2024 年，国网智能电表与采集器等设备 3 批次招标总量 9198 万只，同比增长 25%。

我们预计 2024-2025 年智能电表行业都将处于替换升级上行阶段，公司在电网招标中保持市场份额领先地位，已成为国家电网和南方电网主要供应商之一。此外，公司充分利用海外子公司平台，为公司继续拓展海外智慧计量与采集系统（AMI）产品市场奠定基础，全面提升公司海外的市场布局和竞争优势。我们认为，公司智能电表业务有望深度受益于智能电网建设以及行业升级替换需求的增长。

风险提示：国网电表招标规模低于预期等。

威胜信息

2024 年前三季度收入同比增 16.79%，归母净利润同比增 21.95%。2024 年前三季度，公司实现营收 19.41 亿元，同比增 16.79%；毛利率 39.13%，同比降 1.55pct；归母净利润 4.22 亿元，同比增长 21.95%。

深度布局三大市场，在手订单持续充盈。公司持续推进数字电网、数智城市、国际业务的产业发展布局，深耕通信及芯片产业作为支撑，深挖智能配电、智慧能源业务的潜力，顺势抢占虚拟电厂、新型储能等新风口，进一步**构建从数字电网到数智城市能源互联网整体解决方案的全域生态。**

前三季度，公司新签合同 25.59 亿元，同比增长 13.61%。截至 2024 年 9 月 30 日，公司在手合同 37.66 亿元，同比增长 28.70%。

新品持续推出，海外业务增长翻番。前三季度，公司实现海外收入 3.29 亿元，同比增长 105.85%。

2024 年，公司成功推出了分布式光伏解决方案、电鸿化终端、新一代双模通信芯片、Wi-SUN 通信模块、新款智能超声波水表等超 30 款新产品及解决方案，其中分布式光伏解决方案 2024 年已承接超 10 万户改造项目。前三季度，实现新品收入 9 亿元，占主营业务收入占比 47%，同比增长 32.4%。

我们认为，在“双碳”目标、新型电力系统、全球能源变革等发展机遇下，公司持续推进数字电网、数智城市、国际业务的产业布局，进一步构建从数字电网到数智城市能源互联网整体解决方案的全域生态，将助力业绩持续增长。

风险提示：新技术新产品开发失败，影响公司经营；市场竞争加剧，影响公司经营业绩；原材料价格上涨，影响公司盈利能力；宏观环境等，影响业务发展。

4. 电力设备公司成长性梳理

2024 年前三季度，归属于母公司的净利润同比增长 40% 以上的公司共计 27 家，行业分布在输变电 7 家，智能电网、配电各 5 家，工控&节能环保 3 家，发电设备、电源各 2 家，低压电气、电厂等自动化、铁塔电缆各 1 家。

表 2 电力设备上市公司 2024 年前三季度及分季度归母净利润增速 (1) (%)

代码	公司名称	行业	2024 Q1-Q3	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2
300069.SZ	金利华电	输变电	3908.45	660.08	222.40	13.87	127.97	165.71	207.09
300831.SZ	派瑞股份	输变电	2517.29	205.96	552.31	423.95	129.15	-137.01	-68.85
301012.SZ	扬电科技	输变电	1829.06	108.41	777.93	2458.23	-10.52	-24.21	-114.09
002534.SZ	西子洁能	发电设备	577.67	145.12	1666.67	949.51	-107.82	616.99	-91.74
002606.SZ	大连电瓷	输变电	302.08	3295.89	334.36	-47.66	15.86	-96.74	-62.44
600550.SH	保变电气	输变电	216.02	285.67	145.77	-62.88	-556.43	-211.35	-2701.36
601616.SH	广电电气	低压电气	197.60	7532.30	19.83	694.72	88.76	-99.31	-43.82
002364.SZ	中恒电气	电源	183.38	-7.63	1143.89	74.51	112.74	199.03	64.19
300011.SZ	鼎汉技术	电源	172.17	94.62	201.11	217.45	107.48	162.05	34.24
300222.SZ	科大智能	智能电网	168.88	127.77	1059.80	149.78	58.74	24.01	94.80
002630.SZ	华西能源	发电设备	135.98	27.87	117.13	135.39	106.08	108.80	48.47
002112.SZ	三变科技	配电	132.18	43.31	206.23	282.95	170.55	84.44	-16.55
300048.SZ	合康新能	工控&节能环保	130.62	106.86	16.22	1566.40	-871.21	-624.25	10.83
601700.SH	风范股份	铁塔电缆	113.57	-67.64	3.66	471.62	2887.17	236.34	-32.51
002350.SZ	北京科锐	配电	105.87	760.00	88.97	42.35	-366.83	-172.60	-88.69
300423.SZ	昇辉科技	配电	103.26	-69.23	101.20	-90.14	-6.30	-43.92	-1053.81
300001.SZ	特锐德	配电	101.23	98.26	78.29	203.18	61.06	102.86	195.67
300152.SZ	新动力	工控&节能环保	92.22	128.21	288.69	-2497.45	52.90	-150.58	-130.45
600268.SH	国电南自	智能电网	81.68	154.94	3.11	42.53	26.80	-48.21	47.41
002380.SZ	科远智慧	电厂等自动化	75.34	2.84	102.33	322.18	114.18	33.76	47.34
688611.SH	杭州柯林	智能电网	61.88	155.41	259.52	-65.54	-9.24	72.83	-58.95
002090.SZ	金智科技	智能电网	56.79	60.68	1.72	108.86	169.26	43.83	108.23
002979.SZ	雷赛智能	工控&节能环保	56.36	65.60	54.86	53.66	316.73	-82.56	-30.43
600312.SH	平高电气	输变电	55.13	47.72	66.02	52.69	678.18	256.82	137.76
002358.SZ	森源电气	配电	50.94	48.35	-62.58	184.15	32.94	45.68	72.63
601179.SH	中国西电	输变电	45.33	199.96	3.63	7.27	144.32	4.01	-3.36
300018.SZ	中元股份	智能电网	43.97	99.73	44.75	-30.32	249.55	-16.86	-21.52

资料来源: Wind, HTI

2024 年前三季度，有 16 家公司归属于母公司净利润同比增长介于 20%-40%。其中智能用电 4 家，智能电网 3 家，铁塔电缆、工控&节能环保、配电各 2 家，电源、输变电、电机及零部件各 1 家。板块分布较为分散。

表 3 电力设备上市公司 2024 年前三季度及分季度归母净利润增速 (2) (%)

代码	公司名称	行业	2024 Q1-Q3	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2
002322.SZ	理工能科	智能电网	39.41	-30.41	89.21	142.57	23.12	17.29	6.76
300105.SZ	龙源技术	工控&节能环保	37.24	-2.95	-113.34	318.80	626.72	2017.18	-85.27
688698.SH	伟创电气	工控&节能环保	34.09	51.88	26.06	25.29	34.03	39.80	31.05
688330.SH	宏力达	智能电网	32.76	125.68	73.94	-33.02	158.95	-69.55	-64.68
002212.SZ	天融信	铁塔电缆	31.83	200.73	3.63	2.12	-119.70	83.09	14.22
002028.SZ	思源电气	输变电	29.88	34.95	8.66	66.32	-5.49	43.20	50.24
300183.SZ	东软载波	智能用电	27.26	37.68	51.71	-46.27	-106.84	-52.36	15.64
300153.SZ	科泰电源	电源	26.84	5.07	73.14	15.88	6.73	-39.40	439.49
600517.SH	国网英大	配电	26.26	35.63	66.41	-8.49	-22.94	95.55	-34.99
002249.SZ	大洋电机	电机及零部件	25.97	53.74	10.09	22.58	557.18	16.49	22.68
300360.SZ	炬华科技	智能用电	22.47	48.75	22.33	-6.79	-6.96	28.22	58.33
002451.SZ	摩恩电气	铁塔电缆	22.31	-41.21	722.39	-34.96	63.88	-28.54	81.40
000682.SZ	东方电子	智能电网	22.26	18.50	20.54	32.04	24.85	24.76	18.37
600379.SH	宝光股份	配电	22.22	-5.15	30.64	73.19	-19.98	49.49	35.23
688100.SH	威胜信息	智能用电	21.95	14.48	29.87	21.96	54.28	40.05	-1.22
601567.SH	三星医疗	智能用电	21.91	7.43	30.92	35.15	68.09	76.86	221.37

资料来源: Wind, HTI

2024 年前三季度, 有 19 家公司归属于母公司所有者净利润同比增长在 0%-20%。其中低压电气、智能电网、工控&节能环保各 3 家, 智能用电、铁塔电缆、配电各 2 家, 发电设备、电源、电机及零部件、输变电各 1 家。 板块分布较为分散。

表 4 电力设备上市公司 2024 年前三季度及分季度归母净利润增速 (3) (%)

代码	公司名称	行业	2024 Q1-Q3	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2
002533.SZ	金杯电工	铁塔电缆	18.89	23.48	16.46	16.58	54.05	35.33	22.51
603556.SH	海兴电力	智能用电	18.34	11.45	22.32	21.52	61.17	32.75	68.73
002227.SZ	奥特迅	电源	17.34	26.93	66.77	-26.10	36.96	-164.98	-68.60
601877.SH	正泰电器	低压电气	16.93	44.87	19.85	-10.06	-15.81	-28.40	-36.26
601126.SH	四方股份	智能电网	16.82	11.66	13.71	27.55	1.05	23.38	21.91
603195.SH	公牛集团	低压电气	16.00	3.36	20.58	26.27	27.75	16.13	25.35
600885.SH	宏发股份	低压电气	15.07	14.55	21.56	7.76	15.16	4.22	11.61
002176.SZ	江特电机	电机及零部件	13.97	57.48	67.37	-159.80	-182.31	-106.98	-115.17
603606.SH	东方电缆	铁塔电缆	13.41	40.28	5.54	2.95	68.63	-4.09	47.95
603416.SH	信捷电气	工控&节能环保	12.69	-5.89	30.27	8.61	13.38	7.32	3.58
300444.SZ	双杰电气	配电	11.35	-32.08	133.21	3.52	98.83	275.01	64.09
000400.SZ	许继电气	智能电网	10.41	10.56	-4.26	47.39	70.20	15.51	12.74
002452.SZ	长高电新	配电	10.39	-24.54	41.95	45.66	134.92	142.65	180.99
600406.SH	国电南瑞	智能电网	7.53	6.27	6.95	13.69	8.32	7.54	14.00
002270.SZ	华明装备	输变电	7.52	3.99	11.07	7.59	14.87	70.14	41.17
601222.SH	林洋能源	智能用电	6.95	15.41	-0.95	10.78	47.65	-16.75	66.49
002255.SZ	海陆重工	发电设备	2.85	49.47	-32.86	26.03	-22.68	35.01	10.51
300124.SZ	汇川技术	工控&节能环保	1.04	-0.54	-1.72	8.56	15.19	11.94	5.75
300040.SZ	九洲集团	工控&节能环保	0.33	-145.53	137.48	-29.64	-8.08	-49.40	-55.23

资料来源: Wind, HTI

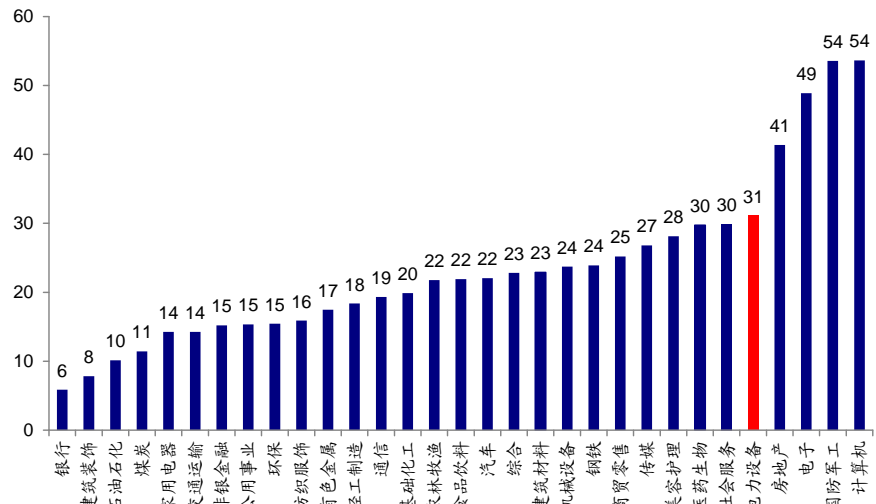
2024 年前三季度, 有 64 家公司归属于母公司所有者净利润同比下降。其中铁塔电缆 13 家, 工控&节能环保 10 家, 电机及零部件 9 家, 智能用电、发电设备各 6 家, 配电 5 家, 智能电网、智能表、电源、电厂等自动化各 3 家, 低压电气 2 家, 输变电 1 家。

5. 国内外需求共振，持续高景气

5.1 板块估值及涨跌幅

从不同行业的 PE 估值对比来看，基于 2024 年预期 EPS (wind 一致预测)，电力设备板块平均市盈率达 31 倍，位处各行业估值的上游水平。从电力设备板块与其他板块走势的对比来看，年初至 11 月 11 日，电力设备涨幅约 29%。

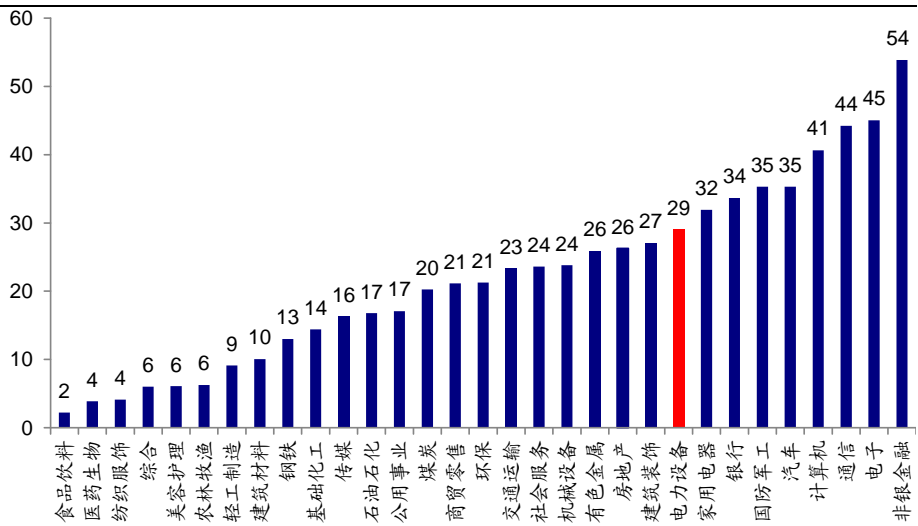
图9 各板块市盈率对比 (2024E PE, 倍)



资料来源：Wind, HTI

注：(1) 基于 2024 年 11 月 11 日收盘价；(2) 盈利预测来源：Wind 一致预期

图10 各板块年初至今涨跌幅对比 (%)



资料来源：Wind, HTI

注：截止 2024 年 11 月 11 日收盘价

5.2 特高压：建设需求迫切，持续推进

据国家电网微信公众号消息，过去几年，受疫情、特高压核准滞后等因素影响，特高压工程与风光大基地的建设速度相比略显滞后。从建设周期看，光伏电站是3个月至6个月，风电为1年，特高压为1.5年至2年。按照正常的节奏，特高压电网应当建设先行，才能与建设速度更快的风光电站形成“源网匹配”，做到同时投产、良好消纳。目前已建成的特高压工程外送容量远不能满足清洁能源送出需要，亟须加快建设以提升新能源并网能力。

2024年3月，国家能源局印发《2024年能源工作指导意见》，提出重点推进陕北—安徽、甘肃—浙江、蒙西—京津冀、大同一天津南等特高压工程核准开工，加快开展西南、西北、东北、内蒙古等清洁能源基地送出通道前期工作。强化蒙东与东北主网联网，推进华北特高压交流电网向蒙西地区延伸加强，提升西北省间通道输电能力，建成华中特高压骨干网架。

据电网头条微信公众号，柔性直流输电通过采用IGBT（绝缘栅双极型晶体管）的电压源型换流器（VSC）自主调节输出电压的幅值和相角，来自由调控换流器与电网交换的有功功率和无功功率，灵活参与电网电压调节，不需要无功补偿装置。相比常规直流输电，柔性直流换流器具备强大的自适应特性，无需依赖外部交流电压，甚至可以适配无源网络，因此可以极大避免常规直流的换相失败问题，可在大规模新能源基地、海岛、城市中心等传统直流输电受限的地区运行，应用场景更丰富。

我们认为，在大型风光基地项目建设并网工作稳步推进的背景下，基于国家能源局及国网的规划，为了服务好沙漠、戈壁、荒漠大型风电光伏基地建设，支撑和促进大型电源基地集约化开发、远距离外送，特高压及配套主网建设有望持续加速推进，柔直比例有望进一步提升。建议关注：

- （1）特高压直流核心标的：国电南瑞、许继电气、中国西电等；
- （2）特高压交流核心标的：平高电气、中国西电等；
- （3）主网设备核心标的：思源电气、华明装备、长高电新、四方股份等。

5.3 配网：投资有望提速，数智化、一次设备更新改造等重点投资领域

2024年2月，国家发展改革委、国家能源局印发了《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》，提出到2025年，配电网网架结构更加坚强清晰、供配电能力合理充裕、承载力和灵活性显著提升、数字化转型全面推进，具备5亿千瓦左右分布式新能源、1200万台左右充电桩接入能力。

2024年7月，国家发展改革委、国家能源局、国家数据局制定了《加快构建新型电力系统行动方案（2024-2027年）》，提出：

（1）健全配电网全过程管理：指导各地开展新能源接网影响分析，建立配电网可开放容量定期发布和预警机制。在电动汽车发展规模较大的重点省份，组织开展配电网可接入充电设施容量研究。针对性提升新能源、电动汽车充电设施接网能力；

（2）创新新型有源配电网调度模式。重点在分布式新能源、用户侧储能、电动汽车充电设施等新型主体发展较快的地区，探索应用主配微网协同的新型有源配电网调度模式。通过完善市、县级电力调度机制，强化分布式资源管控能力，提升配电网层面就地平衡能力和对主网的主动支撑能力。

我们认为，随着新型电力系统建设的推进，配电网正逐步由单纯接受、分配电能给用户的电力网络转变为源网荷储融合互动、与上级电网灵活耦合的电力网络，在促进分布式电源就近消纳、承载新型负荷等方面的功能日益显著，全面提升配电网可观可测、可调可控能力，提高配电网可靠性和承载力，配网侧投资需求有望增加，数智化、一次设备更新改造等重点方向，建议关注：国电南瑞、许继电气、东方电子、四方股份、三星医疗、长高电新、威胜信息等。

5.4 出海：持续高景气，贡献成长新动能

BNEF 预计在净零目标下，2022 年至 2030 年前全球电网投资年化增速将达到 12%，期间投资总额将达到 21.4 万亿美元，其中 20% 用于更换老旧资产、40% 用于系统改造、40% 用于新增并网。当前全球电网投资仍滞后于电源侧及用电侧的发展，根据 IEA 的测算，全球电网投资在 2030 年将达到 7500 亿美元水平，未来电网将面临较大投资缺口。

2023 年，欧盟启动电网行动计划，拟投入 5840 亿欧元，用于检修、改善和升级欧洲电网及其相关设施。同年，德国宣布了一项 1100 亿欧元的激励计划，投资包括推进德国工业现代化和气候保护，加速充电基础设施、可再生能源、电池等战略重要领域。

受益于新能源装机增加、电网老旧更换需求以及新兴市场渗透率提升，全球电网建设发展势头强劲。同时，海外数据中心带动高用能需求增长，用能质量要求显著提升，叠加海外制造业投资回暖，拉动配用电投资需求高增。

我们认为，海外电力设备需求有望持续增长，建议关注：思源电气、华明装备、三星医疗、金盘科技、伊戈尔、威胜信息、炬华科技、明阳电气、海兴电力等。

5.5 工控：整体解决方案需求提升，进口替代有望加速

产业趋势看，随着国内工业自动化发展程度不断提高，行业内客户对自动化产品的需求逐渐由零散、单一的产品转变为一体化的整体解决方案，对自动化公司的产品链完整性提出了更高的要求。

中长期维度：在制造业智能化、自动化转型、机器换人的大背景下，中国自动化行业依旧具有较大的潜力，并且是国家未来经济发展的关键环节。我们认为，随着中国人口红利的逐渐减弱、人工成本的不断攀升，未来机器代替人工成为必然趋势。目前自动化和国产渗透率有很大的提升空间。

竞争格局方面，近年来，本土品牌厂商与外资品牌厂商的差距不断缩小，制造业客户越来越倾向于选择“国产化、定制化、多产品组合解决方案”的工业自动化供应商。我们认为，未来随着本土厂商产品与解决方案的持续升级与替代，本土品牌份额有望不断提升。建议关注工控标的：汇川技术、信捷电气、伟创电气、麦格米特、雷赛智能等。

5.6 低压电气：建议关注标的

关注标的：宏发股份、良信股份、正泰电器、公牛集团等。

6. 风险提示

电网建设进度不达预期，经济大幅下行影响工控产业需求，新能源汽车发展不达预期，大宗原材料价格波动影响盈利水平。

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Power equipment Q3 2024 overview. Primary equipment net profit attributable to shareholders decreased by 12.52% YoY. Sector net profit changes: Power transmission and transformation -31.09%, Power distribution +76.68%, Low voltage electrical +12.72%, Tower cables -33.22%, Power generation equipment -0.41%, Motors and parts -30.14%.

Secondary equipment net profit attributable to shareholders decreased by 4.10% YoY. Sector net profit changes: Smart grid +9.65%, Smart electricity +14.54%, Power plant automation -83.68%, Industrial control & energy saving -25.88%, Power supply -32.65%, Smart meters -8.40%.

Sector valuation and rise and fall. Based on 2024 expected EPS (Wind consensus forecast), the power equipment sector's average PE is 31 times, ranking high among industries. From the start of the year to November 11, the power equipment sector rose by about 29%.

Urgent need for UHV construction, expected to accelerate. According to the State Grid's official account, UHV projects lagged due to the epidemic and approval delays. Construction cycles: PV stations 3-6 months, Wind power 1 year, UHV 1.5-2 years. UHV should lead to match faster wind and PV stations for simultaneous production and consumption. Current UHV capacity is insufficient for clean energy transmission, requiring accelerated construction to enhance grid capacity. We believe UHV and main grid construction will accelerate, supporting large wind and PV base projects. Key targets: (1) UHV DC: NARI Technology, XJ Electric, CHINA XD GROUP; (2) UHV AC: HENAN PINGAO ELECTRIC, CHINA XD GROUP; (3) Main grid equipment: Siyuan Electric, Huaming Power Equipment, Changgao Electric Group, Beijing Sifang Automation.

Distribution network: Investment expected to accelerate, focusing on digitalization and primary equipment upgrades. As new power systems develop, distribution networks are evolving to integrate sources, grids, loads, and storage, enhancing local consumption of distributed power and new load capacity. Investment in digitalization and equipment upgrades is expected to increase. Key targets: NARI Technology, XJ Electric, Dongfang Electronics, Beijing Sifang Automation, Ningbo Sanxing Medical Electric, Changgao Electric Group, Willfar Information Technology.

Overseas: Sustained high growth, contributing new growth momentum. Driven by increased new energy installations, aging grid replacements, and rising penetration in emerging markets, global grid construction is strong. Overseas data centers and manufacturing investments boost power demand. We expect continued growth in overseas power equipment demand. Key targets: Siyuan Electric, Huaming Power Equipment, Ningbo Sanxing Medical Electric, JINPAN TECHNOLOGY, Eaglerise Electric & Electronic (China), Willfar Information Technology, Hangzhou Sunrise Technology, Mingyang Electric, Hangzhou Hexing Electrical.

Industrial control. Key targets: Shenzhen Inovance Technology, Wuxi Xinje Electric, Veichi, Shenzhen Megmeet Electrical, China Leadshine Technology.

Low voltage electrical. Key targets: Hongfa Technology, Shanghai Liangxin Electrical Co.,LTD., Zhejiang Chint Electrics, Gongniu Group.

Risk Warning. Grid construction progress may not meet expectations, significant economic downturn affecting industrial control demand, NEV development may not meet expectations, raw material price fluctuations affecting profitability.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，房青，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Qing Fang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，徐柏乔，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Baiqiao Xu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，陈昊飞，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Haofei Chen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去12个月内参与了002606.CH and 601222.CH的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 002606.CH and 601222.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 002606.CH and 601222.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

002606.CH 及 601222.CH 目前或过去12个月内是海通的投资银行业务客户。

002606.CH and 601222.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

002028.CH, 300360.CH, 603416.CH, 002606.CH 及 603606.CH 目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

002028.CH, 300360.CH, 603416.CH, 002606.CH and 603606.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

002028.CH 及 603416.CH 目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

002028.CH and 603416.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的12个月中从002028.CH, 300360.CH, 603416.CH, 002606.CH 及 603606.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 002028.CH, 300360.CH, 603416.CH, 002606.CH and 603606.CH.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

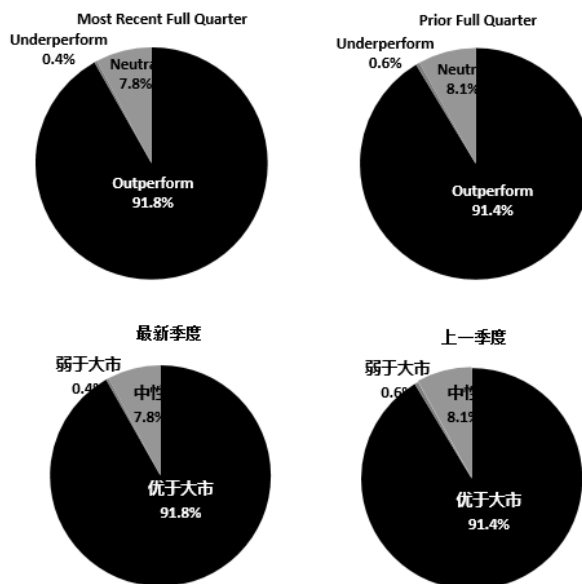
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution

Ratings Distribution



截至 2024 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.8%	7.8%	0.4%
投资银行客户*	3.5%	4.4%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入, 中性和卖出分别对应我们当前优于大市, 中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义 (直至 2020 年 6 月 30 日):

买入, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.8%	7.8%	0.4%
IB clients*	3.5%	4.4%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资者建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of SusallWave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that

are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决策。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话:(65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”)) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering

memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
