

政策端利好，主材各板块 Q3 均减亏

——光伏行业 2024 年三季度报总结



增持(维持)

行业： 电力设备

日期： 2024年11月25日

分析师： 开文明

E-mail: kaiwenming@yongxingsec.com

SAC 编号: S1760523070002

分析师： 刘清馨

E-mail: liuqingxin@yongxingse.com

SAC 编号: S1760523090001

核心观点

三季度以来，国家相关部门出台的相关文件分别在低效产能退出、防止内卷竞争、推进光伏基地建设、建立有效投标机制、建议中标价格不低于成本价等方面促进光伏供给端有序出清、消纳能力进一步增强、定价机制更健康以及促进需求成长。我们认为这些政策和倡议的实施将为光伏行业的健康发展注入新的动力，推动行业向高质量、高效率方向发展。

国内装机：根据国家能源局数据，9月国内光伏新增装机为20.89GW，同比+32%，环比+27%；1-9月国内光伏新增装机160.88GW，同比+25%。2024Q3集中式光伏电站新增装机26.06GW，分布式光伏电站新增装机32.34GW。

出口数据：根据海关总署数据，1-9月国内电池组件出口总金额为246.80亿美元，同比-31.67%；其中9月电池组件出口总金额20.14亿美元，同比-40%。9月逆变器出口金额6.79亿美元，同比+5%；1-9月逆变器累计出口63.31亿美元，同比-23%。今年三季度中国共出口54.9GW的光伏组件，环比第二季度的64.25GW下降15%，对比去年同期51.58GW上升约6%。而今年一至九月，中国累计出口约186.77GW的光伏组件，对比去年同期的157.65GW上升18%。

主材：2024年二季度以来，受供给过剩影响，国内多晶硅价格下滑明显，但是8月以来多晶硅价格好转，硅料板块减亏明显。硅片环节在三季度开始累库呈上升趋势，进入10月后库存水平逐渐下降。电池片三季度库存量水平呈现先上升后下降的趋势，电池片板块三季度末存货水平小幅上升。组件处于累库周期，8月末组件成品库存约60GW，超过常规库存水位。

辅材：逆变器板块三季度毛利率环比小幅上升，银浆、光伏玻璃和胶膜板块毛利率环比均下降。辅材四大板块三季度净利率均环比下跌。随着光伏玻璃价格下跌，行业利润不断降低、需求减弱，光伏玻璃进入全行业亏损周期，国内部分玻璃企业加快进入冷修期。

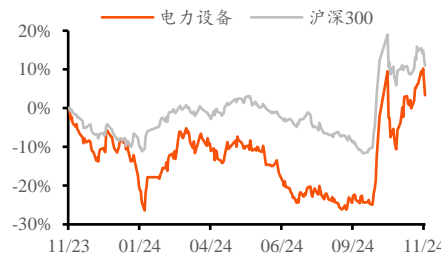
投资建议

持续看好供给侧改革带来各环节盈利能力提升，建议关注受益技术迭代、持续引领行业降本增效的龙头公司：协鑫科技、隆基绿能、晶科能源、高测股份等。

风险提示

下游需求不及预期、市场竞争加剧、国际贸易政策不确定

近一年行业与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

《预计短期内硅片供需关系明显改善》

——2024年11月07日

《六部委联合印发《关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》》

——2024年11月04日

正文目录

1. 政策端利好，国内装机稳定增长	4
1.1. 国内政策频出，供给端与需求侧双发力	4
1.2. 装机：1-9月国内光伏新增装机为160.88GW，同比+25%	5
1.3. 出口：9月逆变器出口金额6.79亿美元，同比+5%	5
2. 主材各板块Q3均减亏，光伏玻璃盈利大幅下滑	6
2.1. 主材各环节第三季度均减亏，盈利能力有望企稳回升	7
2.2. 光伏玻璃板块第三季度盈利大幅下滑	11
3. 风险提示	14

图目录

图 1: 月度装机对比	5
图 2: 集中式与分布式季度新增装机	5
图 3: 电池组件出口金额	6
图 4: 逆变器出口金额	6
图 5: 中国组件出口 (GW)	6
图 6: 硅料板块单季度营业总收入	7
图 7: 硅料板块单季度归母净利润	7
图 8: 中国多晶硅总库存 (万吨)	8
图 9: 硅料板块存货 (亿元)	8
图 10: 硅片板块单季度营业总收入	8
图 11: 硅片板块单季度归母净利润	8
图 12: 硅片环节库存量	9
图 13: 硅片板块存货 (亿元)	9
图 14: 电池片板块单季度营业总收入	9
图 15: 电池片板块单季度归母净利润	9
图 16: 电池片环节库存量	9
图 17: 电池片板块存货 (亿元)	9
图 18: 组件板块单季度营业总收入	10
图 19: 组件板块单季度归母净利润	10
图 20: 组件环节库存量	10
图 21: 组件板块存货 (亿元)	10
图 22: 主材单季度毛利率	11
图 23: 主材单季度净利率	11
图 24: 主材板块经营性现金流 (亿元)	11
图 25: 银浆板块单季度营业总收入	11
图 26: 银浆板块单季度归母净利润	11
图 27: 光伏玻璃板块单季度营业总收入	12
图 28: 光伏玻璃板块单季度归母净利润	12
图 29: 光伏玻璃价格	12
图 30: 光伏玻璃库存	12
图 31: 逆变器板块单季度营业总收入	13
图 32: 逆变器板块单季度归母净利润	13
图 33: 胶膜板块单季度营业总收入	13
图 34: 胶膜板块单季度归母净利润	13
图 35: 辅材单季度毛利率	14
图 36: 辅材单季度净利率	14
图 37: 辅材环节经营活动现金流 (亿元)	14

表目录

表 1: 7 月以来光伏相关的政策/行业会议频出.....4
表 2: 选取光伏行业各环节样本公司.....7

1. 政策端利好，国内装机稳定增长

1.1. 国内政策频出，供给端与需求侧双发力

三季度以来，国家发改委等相关部门出台的相关文件分别在低效产能退出、防止内卷竞争、推进光伏基地建设、建立有效投标机制、建议中标价格不低于成本价等方面促进光伏供给端有序出清、消纳能力进一步增强、定价机制更健康以及促进需求成长。我们认为这些政策和倡议的实施将为光伏行业的健康发展注入新的动力，推动行业向高质量、高效率方向发展。

表1:7月以来光伏相关的政策/行业会议频出

时间	政策/会议	主要内容
7月30日	审议《整治形式主义为基层减负若干规定》	培育壮大新兴产业和未来产业：要大力推进高水平科技自立自强，加强关键核心技术攻关，推动传统产业转型升级。要有力有效支持发展瞪羚企业、独角兽企业。要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。
8月6日	加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027年）	适应新能源快速发展需要，通过有序安排各类电源投产，同步加强送受端网架，提升送端功率调节能力，有效提高在输电通道新能源电量占比。建设一批提升电力供应保障能力的系统友好型新能源电站，提高可靠出力水平，新能源置信出力提升至10%以上
8月8日	三部门：加快研制新能源汽车、光伏、锂电池等产品碳足迹国家标准	发布产品碳足迹量化要求通则国家标准，统一具体产品的碳足迹核算原则、核算方法、数据质量等要求。加快研制新能源汽车、光伏、锂电池等产品碳足迹国家标准，服务外贸出口新优势。
8月21日	《能源重点领域大规模设备更新实施方案》	推进光伏设备更新和循环利用。支持光伏电站构网型改造，通过电力电子技术、数字化技术、智慧化技术综合提升电站发电效率和系统支撑能力。推动老旧光伏电站光伏设备残余寿命评估技术研发，鼓励通过高效光伏组件、逆变器等关键发电设备更新，合理优化光伏电站开发建设布局和规模，提升光伏发电系统单位面积能量密度和光伏电站土地使用效率，提高光伏电站发电能力。推进光伏组件回收处理与再利用技术发展，支持基于物理法和化学法的光伏组件低成本绿色拆解、高价值组分高效环保分离技术和成套装备研发。
8月26日	《可再生能源绿色电力证书核发和交易规则》	国家能源局印发《可再生能源绿色电力证书核发和交易规则》的通知，通知指出，对风电（含分散式风电和海上风电）、太阳能发电（含分布式光伏发电和光热发电）、生物质发电、地热能发电、海洋能发电等可再生能源发电项目上网电量，以及2023年1月1日（含）以后新投产的完全市场化常规水电项目上网电量，核发可交易绿证。
8月29日	《中国的能源转型》白皮书	推动风电、光伏发电跃升发展。有序推进大型风电光伏基地建设，以库布其、乌兰布和、腾格里、巴丹吉林沙漠为重点，规划建设4.5亿千瓦大型风电光伏基地项目。推动传统能源和新能源协同发展。推动传统能源产业向综合能源系统转型，在资源富集地稳步实施风光水（储）一体化、风光火（储）一体化建设。
8月29日	中国光伏行业协会组织召开“光伏电站建设招投标价格机制座谈会”	会议建议，联合上下游企业进一步优化光伏电站建设招投标机制，如采用两步制开标、采用合理均价作为靶心价、将产品与技术创新、产品质量可靠性、知识产权、可持续运营能力、履约能力、社会责任、ESG、自主可控、绿色供应链等纳入评分体系等。由中国光伏行业协会牵头编制发布价格指数、成本指数以更好反映光伏产品当期价格，并作为调价机制的重要依据。参照光伏技术领跑基地成功经验，在风光大基地中拿出一定规模电站专项用于支持先进高效技术的应用和产业化推广。
10月14日	光伏行业就“强化行业自律，防止‘内卷式’恶性竞争”达成共识	为落实2024年7月30日中共中央政治局会议精神，防止“内卷式”恶性竞争，维护光伏市场公平竞争秩序，引导行业健康可持续发展，中国光伏行业协会于2024年10月14日在上海举行防止行业“内卷式”恶性竞争专题座谈会。各位企业家及代表就“强化行业自律，防止‘内卷式’恶性竞争，强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道”及行业健康可持续发展进行了充分沟通交流，并达成共识。
10月18日	CPIA关于中标价格不得低于成本价的倡议	CPIA认为0.68元/W的成本，已经是当前行业优秀企业在保证产品质量前提下的最低成本。CPIA呼吁，制造企业切实按照2024年7月30日中共中央政治局会议“要强化行业自律，防止‘内卷式’恶性竞争”的要求，依法合规地参与市场竞争

		争，不要进行低于成本的销售与投标。
10月30日	国家发改委等六部门发布关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见	推动既有建筑屋顶加装光伏系统，推动有条件的新建厂房、新建公共建筑应装尽装光伏系统。
10月30日	工信部：鼓励光伏压延玻璃项目通过产能置换予以建设	10月31日，工信部印发关于《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024年本）》的通知。《实施办法》坚持系统思维、问题导向，鼓励先进、淘汰落后，对不同区域、不同品种实施差异化政策，优化产业布局，提升绿色低碳水平。
11月6日	推动“光伏+储能”系统在城市照明等公共基础设施融合应用	工信部公开征求对新型储能制造业高质量发展行动方案（征求意见稿）的意见，文件指出，推动“光伏+储能”系统在城市照明、交通信号、农业农村、公共广播、“智慧车棚”等公共基础设施融合应用，鼓励构建微型离网储能系统。发展个性化、定制化家用储能产品。

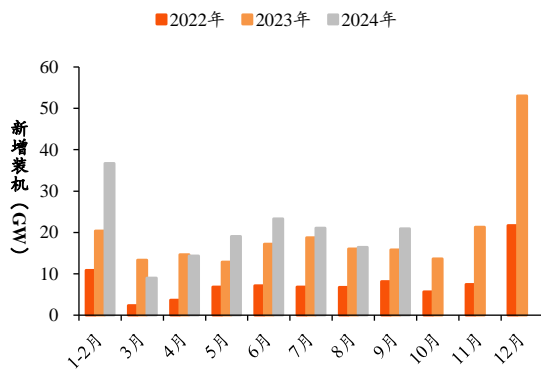
资料来源：CPIA、SMM、工信部、中共中央政治局、国家发改委、市场监督管理总局、生态环境部、国家能源局、国新办，甬兴证券研究所

1.2. 装机：1-9月国内光伏新增装机为160.88GW，同比+25%

根据国家能源局数据，9月国内光伏新增装机为20.89GW，同比+32%，环比+27%；1-9月国内光伏新增装机160.88GW，同比+25%。

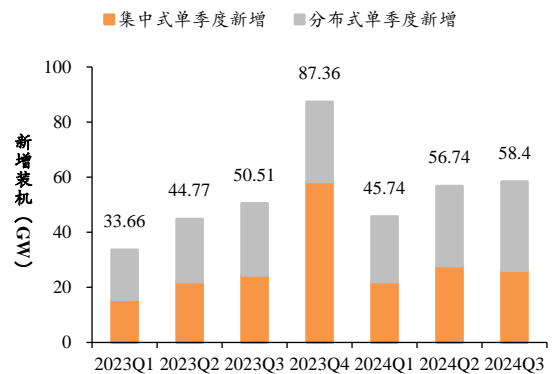
2024Q3集中式光伏电站新增装机26.06GW，分布式光伏电站新增装机32.34GW。

图1:月度装机对比



资料来源：国家能源局，甬兴证券研究所

图2:集中式与分布式季度新增装机

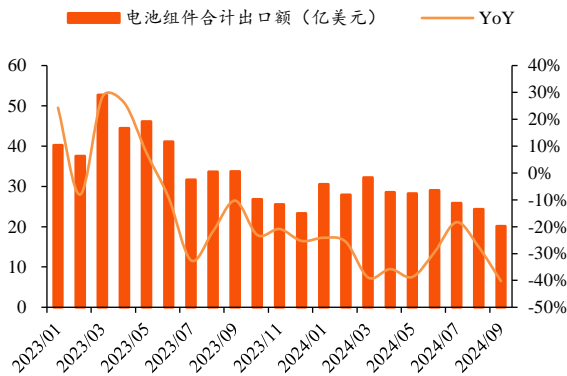


资料来源：国家能源局，甬兴证券研究所

1.3. 出口：9月逆变器出口金额6.79亿美元，同比+5%

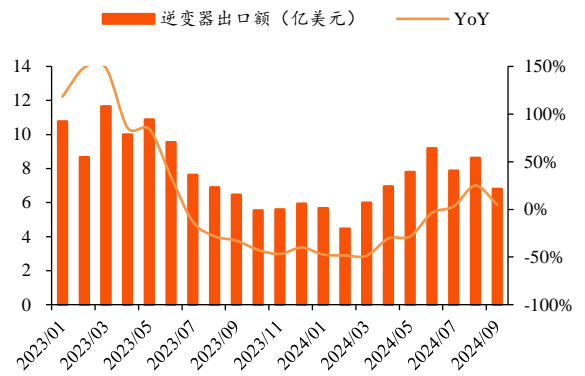
根据海关总署数据，1-9月国内电池组件出口总金额为246.80亿美元，同比-31.67%；其中9月电池组件出口总金额20.14亿美元，同比-40%。9月逆变器出口金额6.79亿美元，同比+5%；1-9月逆变器累计出口63.31亿美元，同比-23%。

图3:电池组件出口金额



资料来源: 海关总署, 甬兴证券研究所

图4:逆变器出口金额

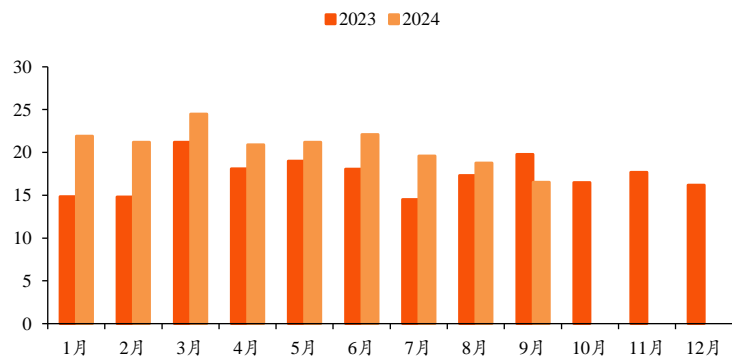


资料来源: 海关总署, 甬兴证券研究所

根据 PV Infolink 数据, 2024 年 9 月中国共出口约 16.53 GW 的光伏组件, 相比八月的 18.76 GW 环比下降 12%, 与去年九月 19.79 GW 相比下降 16%。今年三季度中国共出口 54.9 GW 的光伏组件, 环比第二季度的 64.25 GW 下降 15%, 对比去年同期 51.58 GW 上升约 6%。而今年一至九月, 中国累计出口约 186.77 GW 的光伏组件, 对比去年同期的 157.65 GW 上升 18%。

今年九月, 全球前五大进口中国光伏组件单一国家依序为荷兰、巴西、沙特、印度与西班牙, 单月进口总量和约占全球市场 44%。区域市场方面, 以欧洲与亚太市场的跌幅最为明显; 美洲市场些微增长; 中东与非洲市场拉货则出现微跌。今年三季度, 因欧洲夏季光伏电力产出过剩, 造成光伏电力供需失衡, 影响发电业者短期收益, 加上适逢暑假期间, 光伏装机速度放缓。

图5:中国组件出口 (GW)



资料来源: PV Infolink, 甬兴证券研究所

2. 主材各板块 Q3 均减亏, 光伏玻璃盈利大幅下滑

我们将对光伏产业链的 8 个细分环节进行分析, 分别为: 硅料、硅片、电池片、组件、银浆、玻璃、逆变器、胶膜。分别选取产业链各环节主要的公司进行分析。

表2:选取光伏行业各环节样本公司

环节	公司名称
主材	硅料 通威股份、大全能源
	硅片 TCL 中环、京运通、弘元绿能、双良节能
	电池片 钧达股份、爱旭股份
	组件 隆基绿能、阿特斯、晶澳科技、东方日升、晶科能源、天合光能
辅材	银浆 聚和材料、帝科股份
	玻璃 福莱特、亚玛顿、凯盛新能、安彩高科、信义光能、南玻 A
	逆变器 阳光电源、昱能科技、锦浪科技、固德威、禾迈股份、上能电气、德业股份
	胶膜 福斯特、海优新材、赛伍技术、鹿山新材、天洋新材

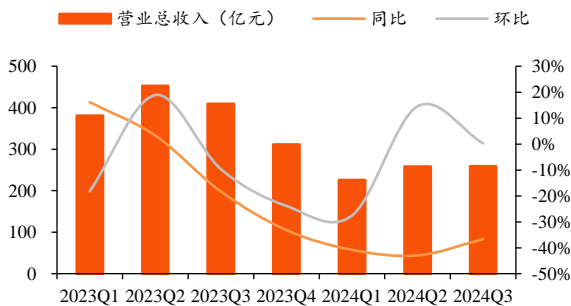
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2.1. 主材各环节第三季度均减亏，盈利能力有望企稳回升

硅料板块实现营业总收入 258.96 亿元，同比-36.69%，环比+0.26%；实现归母净利润-12.73 亿元，同比-134.21%，环比+61.93%。

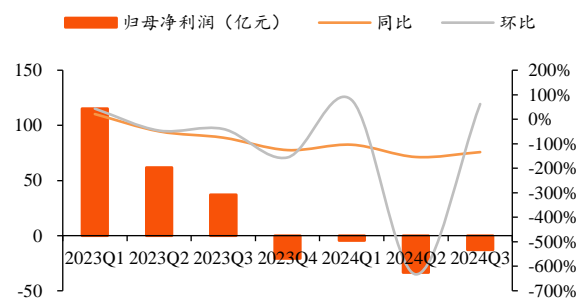
硅料板块三季度明显减亏。根据 SMM 数据，2024 年二季度以来，受供给过剩影响，国内多晶硅价格下滑明显。但是 8 月以来多晶硅价格明显好转，主要原因为多晶硅市场的常规减产、头部企业撑市心态以及多晶硅期货即将上市。我们认为受益于硅料价格回升，硅料板块减亏明显。

图6:硅料板块单季度营业总收入



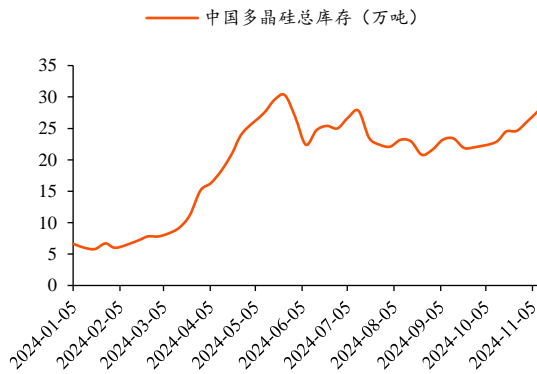
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:硅料板块单季度归母净利润



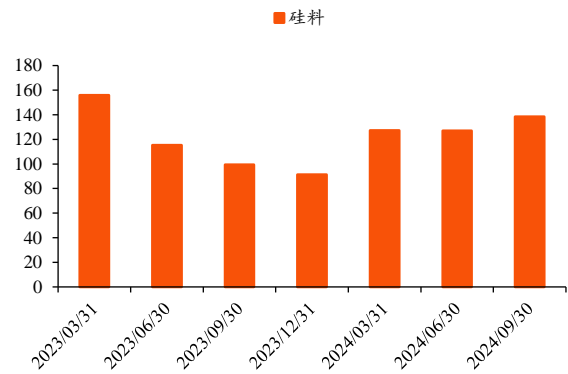
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:中国多晶硅总库存(万吨)



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

图9:硅料板块存货(亿元)

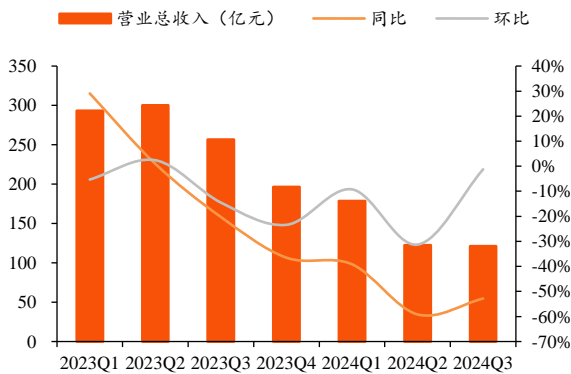


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

硅片板块实现营业总收入 121.04 亿元, 同比-52.83%, 环比-1.23%; 实现归母净利润-38.76 亿元, 同比-227.19%, 环比+18.96%。

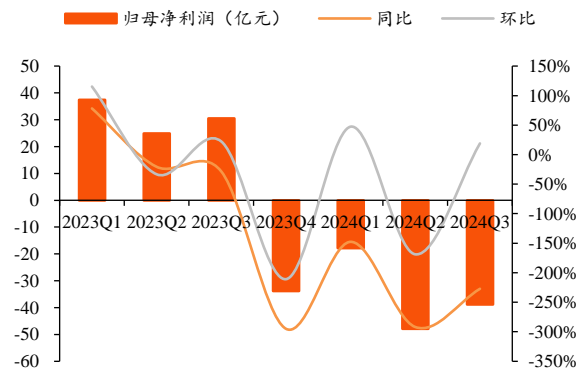
根据 SMM 数据, 硅片环节在三季度开始累库呈上升趋势, 进入 10 月后库存水平逐渐下降。由于前期硅片降价导致企业亏损程度进一步加大, 同时叠加硅片企业库存长期居高不下, 硅片多家企业于 10 月末开始抱团减产, 11 月硅片排产大幅下降至 42.4GW。10 月末, 国内硅片库存 39GW 左右, 而 10 月期间国内硅片库存最高曾达到 41GW。预计减产于 10 月底 11 月初完成。我们认为四季度硅片环节将因为减产缓解库存压力, 同时供需格局改善后亏损将进一步降低。

图10:硅片板块单季度营业总收入



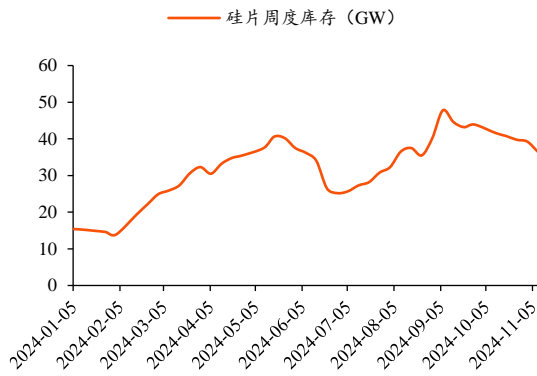
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图11:硅片板块单季度归母净利润



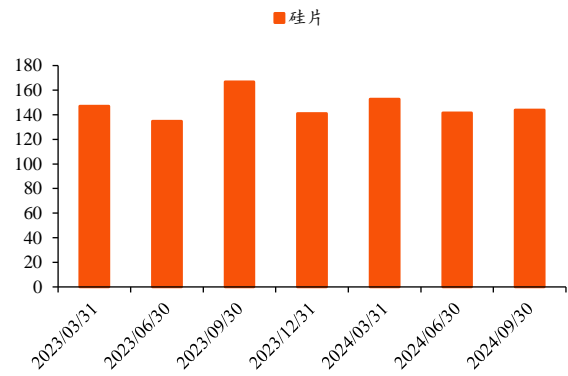
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图12:硅片环节库存量



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

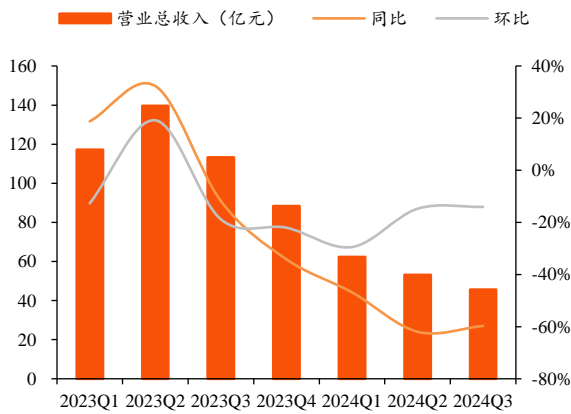
图13:硅片板块存货 (亿元)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

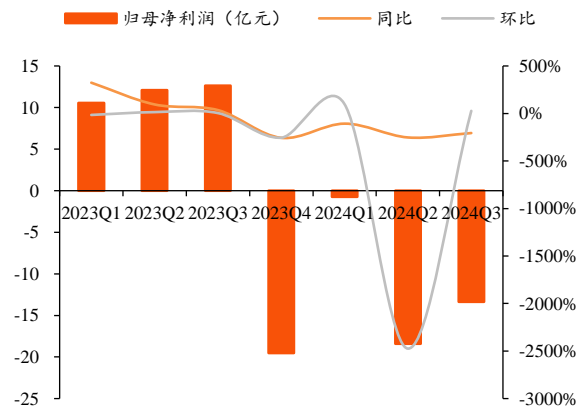
电池片板块实现营业总收入 45.62 亿元, 同比-59.72%, 环比-14.05%; 实现归母净利润-13.37 亿元, 同比-206%, 环比+27.32%。根据 SMM 数据, 电池片三季度库存量水平呈现先上升后下降的趋势。电池片板块三季度末存货水平小幅上升。

图14:电池片板块单季度营业总收入



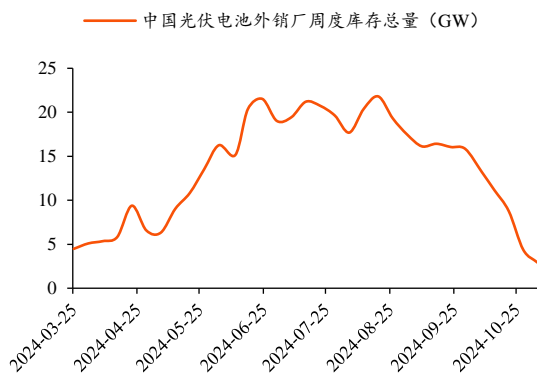
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图15:电池片板块单季度归母净利润



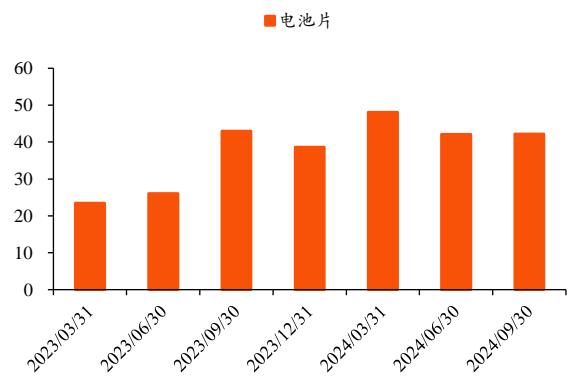
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图16:电池片环节库存量



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

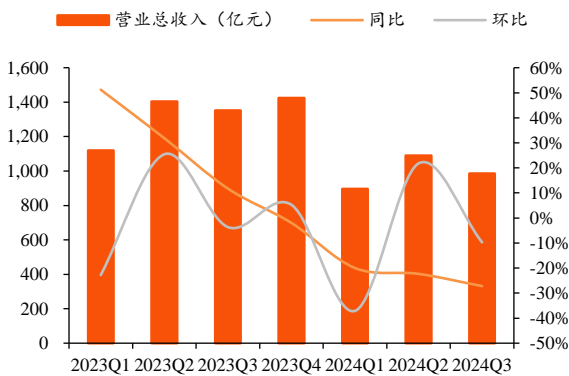
图17:电池片板块存货 (亿元)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

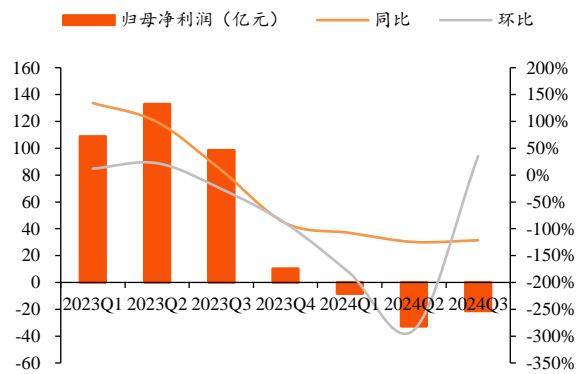
组件三季度减亏明显。组件板块实现营业总收入 984.18 亿元，同比-27.22%，环比-9.71%；实现归母净利润-21.1 亿元，同比-121.42%，环比+35.51%。根据 SMM 数据，组件供应从 3 月起提升显著，但需求增速无法匹配，组件处于累库周期，8 月末组件成品库存约 60GW，超过常规库存水位。强一体化企业 10 月的组件完全成本（含税）约 0.728 元/W，现金成本达到 0.69 元/W，而目前组件在集中式项目的实际交付价格 0.65-0.68 元/W，单瓦组件亏损在 0.04-0.01 元/W。

图18:组件板块单季度营业总收入



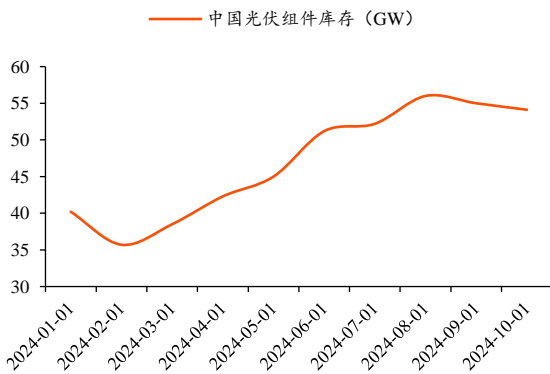
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图19:组件板块单季度归母净利润



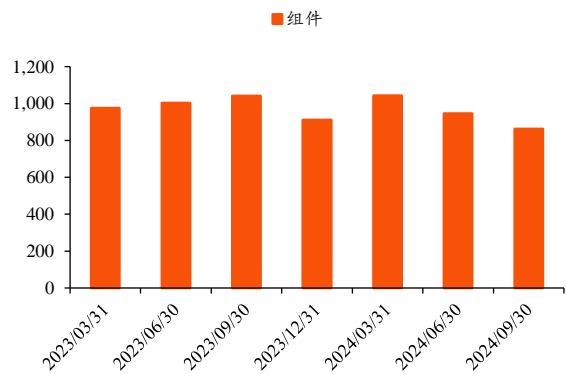
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图20:组件环节库存量



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

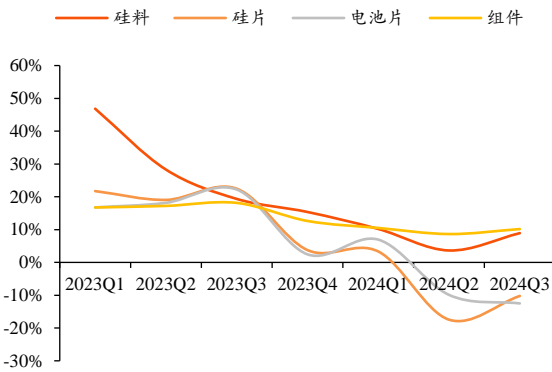
图21:组件板块存货 (亿元)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

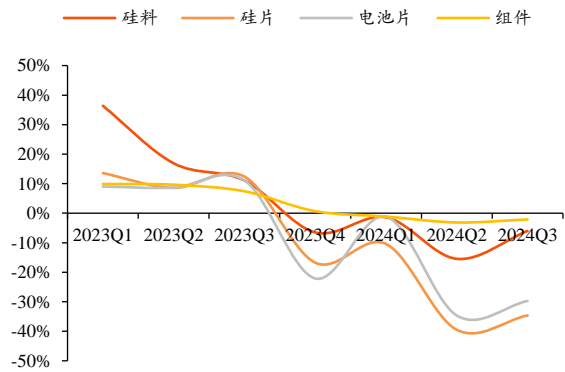
主材四环节净利率均有改善。硅料板块 2024Q3 毛利率 8.92%，环比+5.28pct；硅片板块 2024Q3 毛利率负 10.23%，环比+7.23pct；电池片板块 2024Q3 毛利率负 12.51%，环比-2.61pct；组件板块 2024Q3 毛利率 10.16%，环比+1.52pct。硅料板块 2024Q3 净利率负 6.02%，环比+9.44pct；硅片板块 2024Q3 净利率负 34.62%，环比+4.88pct；电池片板块 2024Q3 净利率负 29.74%，环比+4.92pct；组件板块 2024Q3 净利率负 2.13%，环比+1.01pct。

图22:主材单季度毛利率



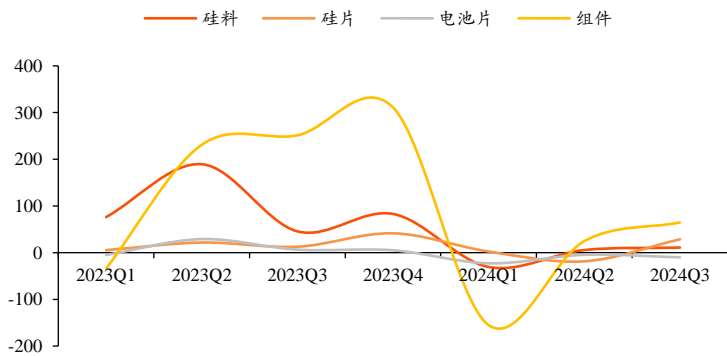
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图23:主材单季度净利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图24:主材板块经营性现金流 (亿元)

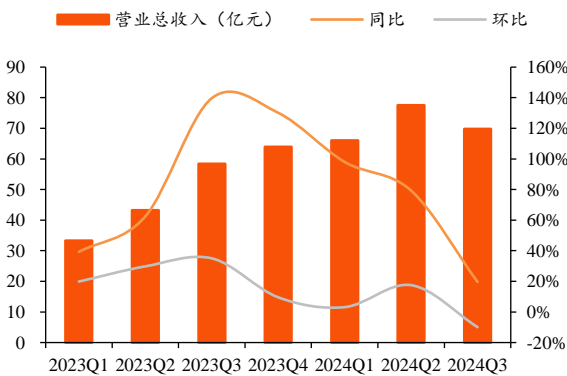


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2.2. 光伏玻璃板块第三季度盈利大幅下滑

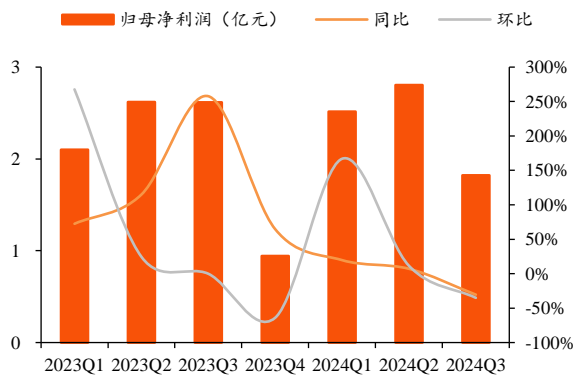
银浆板块实现营业总收入 69.84 亿元, 同比+19.59%, 环比-9.93%; 实现归母净利润 1.82 亿元, 同比-30%, 环比-35.08%。

图25:银浆板块单季度营业总收入



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图26:银浆板块单季度归母净利润



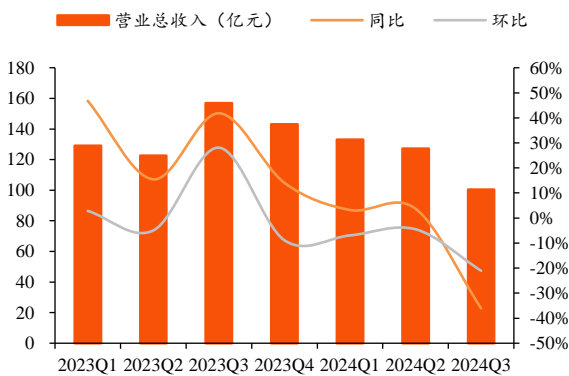
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

光伏玻璃板块实现营业总收入 100.3 亿元, 同比-36.09%, 环比-21.07%;

实现归母净利润-4.83 亿元，同比-131%，环比-143.37%。

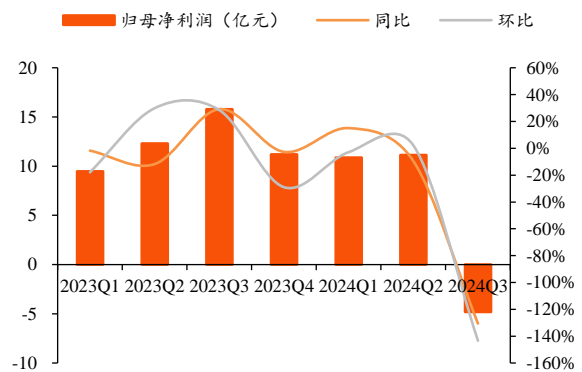
光伏玻璃进入全行业亏损周期，库存压力较大。根据 SMM 数据，随着光伏玻璃价格下跌，行业利润不断降低、需求减弱，光伏玻璃进入全行业亏损周期，国内部分玻璃企业加快进入冷修期，窑炉减产自 8 月开始愈发剧烈。8 月国内共有 12 座窑炉开始闸口减产，窑炉总产能为 10110 吨/天，占总运行产能约 9.59%，导致产能减少量为 2909 吨/天。随着窑炉冷修将产持续增多，国内在产日熔量降至 8 万吨/天。由于近期组件排产需求表现较差，导致玻璃库存水平较高，部分玻璃企业库存接近 60 天，头部企业库存天数均超 30 天，生产压力较大导致玻璃企业亏损面扩张。

图27:光伏玻璃板块单季度营业总收入



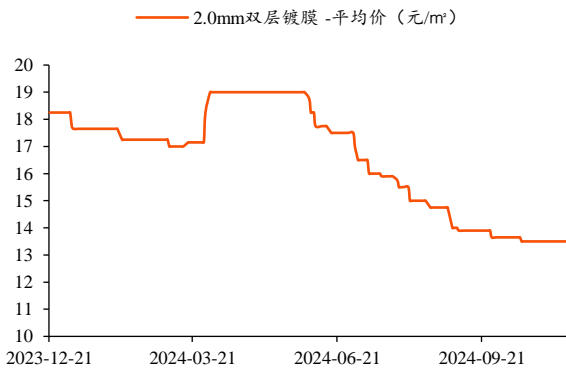
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图28:光伏玻璃板块单季度归母净利润



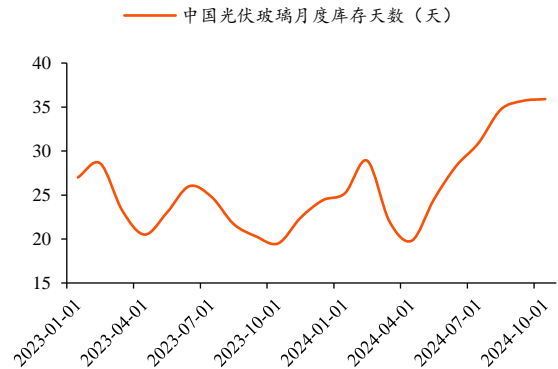
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图29:光伏玻璃价格



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

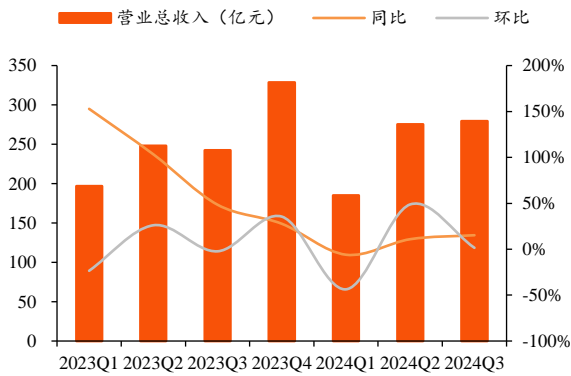
图30:光伏玻璃库存



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

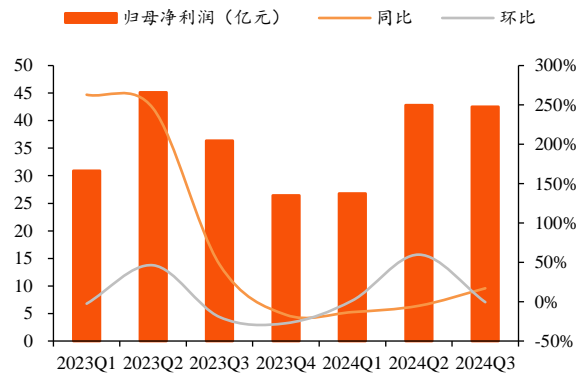
逆变器板块实现营业总收入 279.32 亿元，同比+15.24%，环比+1.52%；实现归母净利润 42.54 亿元，同比+17%，环比-0.61%。

图31:逆变器板块单季度营业总收入



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

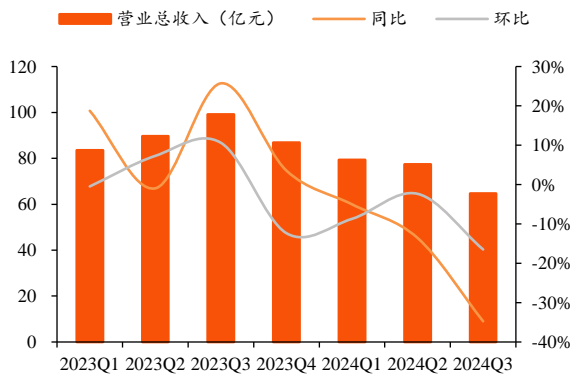
图32:逆变器板块单季度归母净利润



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

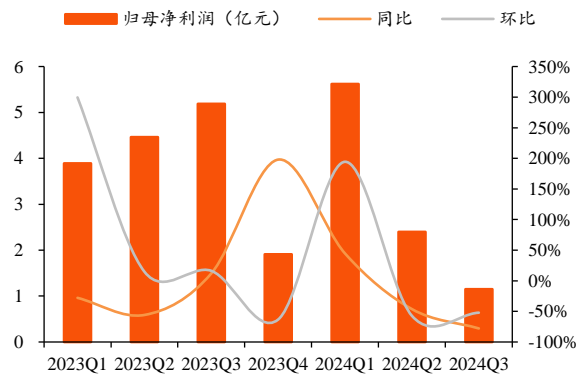
胶膜板块实现营业总收入 64.67 亿元，同比-34.74%，环比-16.49%；实现归母净利润 1.15 亿元，同比-78%，环比-52.09%。

图33:胶膜板块单季度营业总收入



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图34:胶膜板块单季度归母净利润

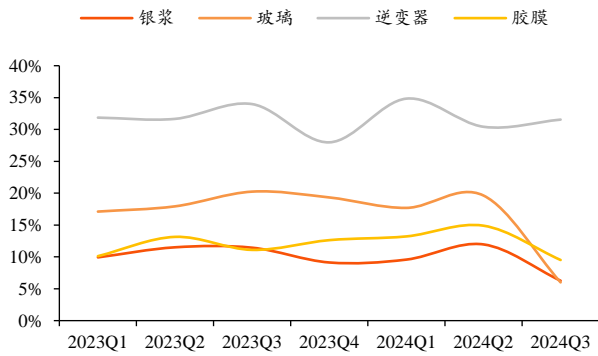


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

逆变器板块三季度毛利率环比小幅上升，银浆、光伏玻璃和胶膜板块毛利率环比均下降。银浆板块 2024Q3 毛利率 6.26%，环比-5.7pct；玻璃板块 2024Q3 毛利率 6.01%，环比-13.62pct；逆变器板块 2024Q3 毛利率 31.54%，环比+1.13pct；胶膜板块 2024Q3 毛利率 9.51%，环比-5.38pct。

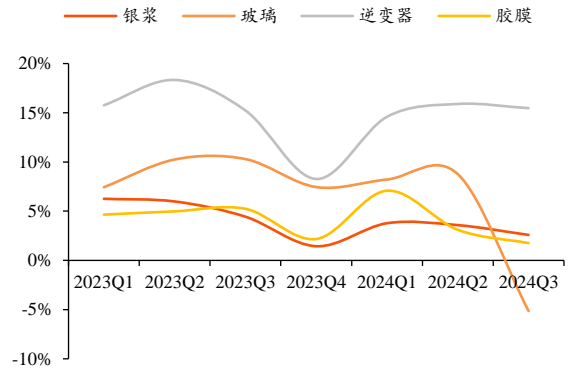
辅材四大板块三季度净利率均环比下跌。银浆板块 2024Q3 净利率 2.59%，环比-0.99pct；玻璃板块 2024Q3 净利率负 5.14%，环比-13.9pct；逆变器板块 2024Q3 净利率 15.47%，环比-0.43pct；胶膜板块 2024Q3 净利率 1.76%，环比-1.35pct。

图35:辅材单季度毛利率



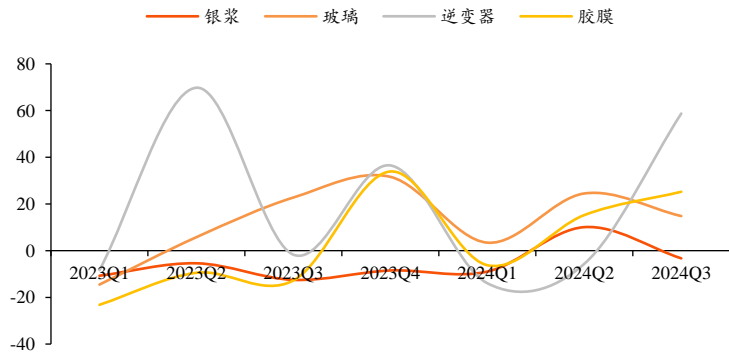
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图36:辅材单季度净利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图37:辅材环节经营活动现金流 (亿元)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 风险提示

下游需求不及预期: 宏观经济、政策等均可能对光伏行业下游需求产生较大影响, 光伏下游需求面临不及预期风险。

市场竞争加剧: 光伏行业各环节参与者众多, 行业面临竞争加剧、盈利能力下降风险。

国际贸易政策不确定: 国际贸易政策影响国内产品出口, 一旦政策发生较大波动带来的贸易壁垒可能会造成国内企业出货不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。