

电力设备新能源 2025 年度投资策略

电网智能化升级，新能源龙头引领创新发展

优于大市

核心观点

电网智能化投资是 2025 年重点方向。随着主网侧新能源大规模接入和负荷侧市场化改革，电网智能化需求快速提升，新一代调度系统、巡视通信能力升级等具体方向迎来成长期。重点关注电网二次设备头部企业【国电南瑞】、【东方电子】、【四方股份】、【许继电气】。

海风密集开工迎来规模跃升，出口迎来批量交付。2025 年海上风电市场迎来高速增长，装机有望实现 50%以上增长并且深远海占比增加，设备需求走向高端化。目前有望在 2025 年招标的海风项目超过 25GW，订单与交付景气度共振。风电在 2024 年迎来海外平价发展的突破，新兴市场为国内风电产业链提供新的业务增长来源。重点关注海上风电装备龙头企业【东方电缆】、【天顺风能】、【大金重工】；风机龙头【金风科技】、【三一重能】等。

锂电份额加速集中，龙头引领创新潮。2025 年国内和欧洲新能源车，以及储能行业或促进动力电池需求实现 25%增长。头部企业份额稳中有升，并争取国际市场更多主动权。材料环节，原材料采购成本相对平稳，企业存货减值压力基本释放，正极龙头凭借高压实铁锂、高镍三元等差异化产品集中份额和优化盈利；负极龙头凭借成本领先性和行业能耗标准巩固份额；电解液龙头盈利触底，海外布局加速；隔膜行业仍在出清过程中，未来竞争格局有望优化。在新产品创新方面，复合集流体量产提速，应用落地临近；半固态电池车端实现批量，固态电池继续优化成本并在低空场景率先应用。宁德时代引领二代钠电池在 2025 年正式亮相，在骁遥电池、储能等场景快速应用。重点关注【宁德时代】、【亿纬锂能】、【珠海冠宇】、【卧龙电驱】、【湖南裕能】、【尚太科技】。

光伏供给侧调整持续，钙钛矿叠层应用值得关注。2024 年四季度光伏价格触底回升，各环节开工率保持低位，供给侧进入深度调整期，中长期格局向好趋势明朗，行业规范和出口退税政策调整有助于产业加速出清。新技术方面，HJT/BC、钙钛矿技术百花齐放，特别是钙钛矿电池技术进入 GW 级别，组件产能向 20GW 目标推进。叠层电池拥有更高的转化效率和应用场景优势。建议关注【通威股份】、【隆基绿能】、【晶澳科技】。

电新投资策略。1) 关注新技术商业化应用落地的投资机会，例如固态电池（厦钨新能）、低空飞行器电机（卧龙电驱）、柔性换流阀（许继电气）、虚拟电厂等；2) 把握龙头份额集中后的业绩改善弹性，例如锂电池和正负极材料（宁德时代、湖南裕能、尚太科技）、风机及零部件（金风科技、时代新材、日月股份）；3) 布局绿电替代的长期受益环节：一二次配电设备（东方电子、平高电气、东方电气）、充电桩运营（特锐德）；4) 消费刺激与 AI 相关逻辑：两轮车（天能股份）、汽车家电（宏发股份）、AI 数据中心建设（麦格米特）

风险提示：政策变动风险；原材料价格大幅波动；电动车产销不及预期。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
300750.SZ	宁德时代	优于大市	264.1	11630	11.72	14.19	22.5	18.6
000400.SZ	许继电气	优于大市	26.48	270	1.23	1.74	21.5	15.2
600580.SH	卧龙电驱	优于大市	14.1	184	0.73	0.92	19.3	15.4
301358.SZ	湖南裕能	优于大市	51.79	392	3.40	4.06	15.3	12.7
600875.SH	东方电气	优于大市	15.13	472	1.35	1.48	11.2	10.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

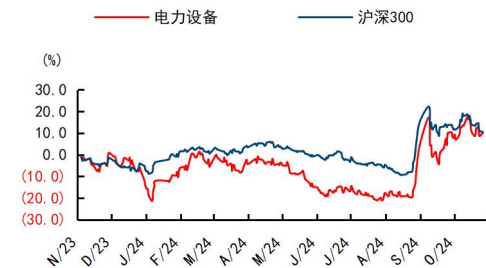
行业研究 · 行业投资策略

电力设备

优于大市 · 维持

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn S0980520080003	证券分析师：李恒源 021-60875174 lihengyuan@guosen.com.cn S0980520080009
证券分析师：王晓声 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn S0980523050002	证券分析师：徐文辉 021-60375426 xuwenhui@guosen.com.cn S0980524030001
证券分析师：李全 021-60375434 liquan2@guosen.com.cn S0980524070002	证券分析师：袁阳 0755-22940078 yuanyang2@guosen.com.cn S0980524030002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《风电/电网产业链周评(11月第3周)-海上风电招标逐步释放，重视 2025 年行业需求反转》——2024-11-17
- 《电力设备新能源 2024 年 11 月投资策略-固态电池产业链迎来持续催化，国家推动新型储能与新能源车行业高质量发展》——2024-11-07
- 《风电电网产业链周评(11月第1周)-甘肃-浙江特高压柔直中标公示，海缆招标提速》——2024-11-03
- 《风电/电网产业链周评(10月第3周)-帆石-海风项目主缆中标公示，省间电力现货市场转正式运行》——2024-10-20
- 《电力设备新能源 2024 年 10 月投资策略-电网投资迎接新周期，全球储能装机有望迎来爆发》——2024-10-14

内容目录

2025 年电新投资策略	5
综述	5
电网产业链观点与数据追踪	6
市场复盘	6
电网产业链展望	6
电网产业链数据追踪	7
风电产业链观点与数据追踪	9
市场复盘	9
风电产业链展望	9
风电产业链数据追踪	10
锂电产业链观点与数据追踪	11
市场复盘	11
锂电产业链展望	11
锂电产业链数据追踪	12
光伏产业链观点与数据追踪	13
市场复盘	13
光伏产业链展望	13
光伏产业链数据追踪	14
储能产业链观点与数据追踪	17
储能产业链展望	17
新型储能行业数据追踪	17

图表目录

图 1: 电网工程年度投资完成额 (亿元)	7
图 2: 电网工程月度投资完成额 (亿元)	7
图 3: 电源工程年度投资完成额 (亿元)	7
图 4: 电源工程月度投资完成额 (亿元)	7
图 5: 国家电网智能电表历年招标金额 (亿元, %)	8
图 6: 2022-2024 年国家电网输变电设备招标分批次中标金额统计 (亿元)	8
图 7: 2023 年以来国家电网特高压分批次采购金额及标包数量统计 (亿元、个)	8
图 8: 我国特高压交直流线路投运数量历史与预测 (条)	8
图 9: 全国风电历年公开招标容量 (GW)	10
图 10: 2024 年 1-10 月中国风电整机制造商中标情况统计 (MW) (国内海上项目)	10
图 11: 风电累计新增装机容量月度变化情况 (GW)	10
图 12: 风电累计建设投资完成额月度变化情况 (亿元)	10
图 13: 陆上风机 (不含附属设备) 中标价格走势 (含税, 元/kW)	10
图 14: 全国风电年度新增吊装容量走势 (GW)	10
图 15: 全球动力电池装车量 (GWh)	12
图 16: 全球动力电池需求量及展望 (GWh、%)	12
图 17: 国内动力电池装车量及磷酸铁锂电池装车占比 (GWh、%)	12
图 18: 国内动力电池需求量及展望 (GWh、%)	12
图 19: 国内储能及其他电池销量 (GWh)	12
图 20: 方形动力电芯三元及储能电芯价格 (元/Wh)	12
图 21: 全球光伏新增装机量及同比增速 (GW, %)	14
图 22: 国内光伏新增装机量及同比增速 (GW, %)	14
图 23: 2023 年至今国内储能系统招标容量统计 (GWh)	17
图 24: 2023 年至今国内储能系统中标均价变化 (元/Wh)	17
图 25: 2023 年至今国内逆变器出口数量 (万台)	18
图 26: 2023 年至今国内逆变器出口金额 (亿美元)	18
图 27: 每月逆变器单价 (美元/台)	18
图 28: 2024 年各月度美国大储装机量	18

表1: 光伏月度排产、装机、出口及招中标情况	14
表2: 光伏主产业链价格数据	15
表3: 辅材及原材料价格数据	15
表4: 主产业链利润分配 (元/W, M10, 单玻, TOPCon)	16
表5: 主产业链利润分配 (元/W, M10 尺寸, PERC 路线)	16
表6: 重点公司盈利预测及估值 (2024. 11. 25)	19

2025 年电新投资策略

综述

与贯穿十四五期间的趋势不同，2025 年电力设备新能源板块应正式“告别”总量逻辑，转向结构性升级与产业集中度加强并举的策略着手来寻找投资机会。从产业基本面来看，2025 年企业经营环境更加复杂多变，整体需求的挑战与技术迭代的机遇并存。

电力设备：2025 年国内市场发电侧存量规模已满足阶段性目标，但负荷侧需求的配套设施和输电环节依然存在明显的瓶颈，并且瓶颈问题并不仅仅在于硬件设备层面，而是在其深层次的市场机制和智能化建设方面。

在当前电网行业处于市场化改革的中间阶段，数字化转型也在技术创新和应用突破层面日新月异，市场需求与解决方案均处于探索和变化的阶段。用电终端行业一方面要紧跟数字化转型的趋势，另一方面在总体需求下降的压力下开拓营收增长点。

锂电产业：2025 年将完成更为挑战的三重变化：一、国际贸易环境的变化；二、行业竞争格局的变化；三、下游产品与技术的变化。龙头企业要在三重变化交织的环境下把握市场机遇，应对潜在的影响，实现经营目标。

因此，2025 年电新投资的策略应聚焦在结构性升级与产业集中度加强两个方面。从结构性升级的角度，关注产业内部价值链结构性升级、产品技术路线的结构性升级、企业产品线的结构性升级的机会；从产业集中加强的角度，关注产业链一体化集中、细分环节竞争格局集中加强之后业绩改善的投资机会。

1) 关注新技术商业化应用落地的投资机会，例如固态电池（厦钨新能）、低空飞行器电机（卧龙电驱）、柔性换流阀（许继电气）、虚拟电厂等；2) 把握龙头份额集中后的业绩改善弹性，例如锂电池和正负极材料（宁德时代、湖南裕能、尚太科技）、风机及零部件（金风科技、时代新材、日月股份）；3) 布局绿电替代的长期受益环节：一二次配电设备（东方电子、平高电气、东方电气）、充电桩运营（特锐德）；4) 消费刺激与 AI 相关逻辑：两轮车（天能股份）、汽车家电（宏发股份）、AI 数据中心建设（麦格米特）。

电网产业链观点与数据追踪

市场复盘

电网板块是今年以来电新正收益最为确定的细分赛道，从行业需求来看，2024年-2026年国家电力基础设施投资进入转型加速期，海外电力设备出口需求在欧美和亚非拉美不同的经济发展阶段却形成景气共振，以变压器、换流阀等为代表的主要变电设备出口需求旺盛；国内发电装机稳定增长也继续拉动头部配电网设备企业营收增长。

电网设备企业在2023年订单高速增长的基础上，2024年营收和业绩均实现较好的增长，多家企业持续发布季度业绩预增公告，我们主要覆盖的核心企业前三季度业绩增速平均数为26%。其中平高电气前三季度归母净利润同比增长55%，公司股价自年初以来增长44%，低点反弹114%；同期南网科技业绩同比改善75%，消化了此前的高估值，因此估值较年初提升了38%，股价从最低点反弹143%。业绩增长确定性较高的标的获得更高的估值溢价，三星医疗前三季度业绩同比增速为22%，思源电气为30%，国电南瑞为8%，四方股份为17%，这四家企业年初以来估值提升幅度均超过业绩增速，分别达到62%（三星医疗）、50%（思源电气）、20%（国电南瑞）和30%（四方股份）。

在出海链方向不同地区的估值分化明显，2024年对美国市场敞口较高的金盘科技在5月份以后受到估值压制，同时今年前三季度公司实现21%的业绩增速，略有低于同板块主流标的的平均数。金盘科技估值自年初以来基本持平，从低点反弹21%。在亚非拉美市场有突破的明阳电气、伊戈尔、正泰电器等获得相对更好的估值表现，在光伏户用政策变动压制估值的前提下，正泰电器自年初以来上涨5%，低点反弹52%；伊戈尔上涨17%，低点最大反弹幅度为160%；明阳电气年初以来上涨44%，低点最高反弹102%。明阳电气在配电网一次设备企业中业绩增速相对较高，今年前三季度同比增长38%，同板块的许继电气为10%，金盘科技为21%。

今年以来房地产和其他类型的基建需求下降，叠加铜价上涨，使得线缆行业面临双重挑战。海上风电作为线缆行业高端升级的重要细分市场，2024年开工进展低于预期，导致板块营收和毛利率在2024年第三季度面临更大压力。今年以来多家上市电缆企业出现近年来罕见的业绩下滑，汉缆股份前三季度业绩下滑18%，太阳电缆下滑40%，起帆电缆下滑48%，万马股份下滑47%，宝胜股份下降73%，中天科技下降13%。这些公司股价也随之调整，汉缆股份年初以来累计下跌14%，太阳电缆下跌34%，起帆电缆15%，万马股份22%，宝胜股份10%。但也有部分企业通过提前收缩房地产市场敞口，开拓新能源车等新市场、加强海外出口等措施，实现业绩的稳定上升，其中东方电缆前三季度业绩增长13%、金杯电工增长19%、精达股份业绩同比增长34%，这些公司的股价较年初以来取得较好绝对收益，东方电缆股价累计上涨29%，精达股份40%，金杯电工23%。

电网产业链展望

受多重因素影响，2024年国内主网与特高压招标与开工进度略低于预期，2025年主网需求有望保持同比较快增长，特高压有望实现“5直3交”招标，再创历史新高。

随着新能源装机占比的持续提升，柔性直流有望逐步替代常规直流，带动换流阀价值量显著提升。随着电网行业推动数字化转型，配电网能量和信息流逐步从当前的“单向”转向“双向”，配网升级改造需求日益迫切；叠加设备更新、拉动

内需、农网改造因素驱动，2025 年我国配网投资有迎来新一轮景气周期。

主网与配网的变化对电网智能化提出更高要求，2025 年新一代调度系统、线路/变电站监测巡视、通信系统升级、配网感知能力提升等具体方向有望迎来需求拐点。

重点关注电网二次设备头部企业【国电南瑞】、【东方电子】、【四方股份】、【许继电气】。

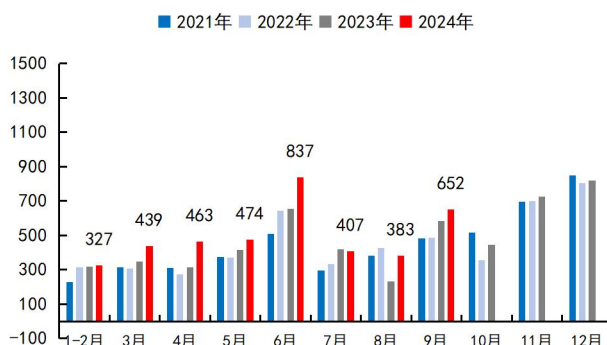
电网产业链数据追踪

图1: 电网工程年度投资完成额（亿元）



资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

图2: 电网工程月度投资完成额（亿元）



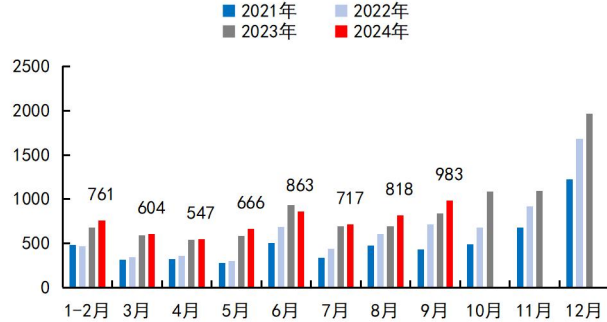
资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

图3: 电源工程年度投资完成额（亿元）



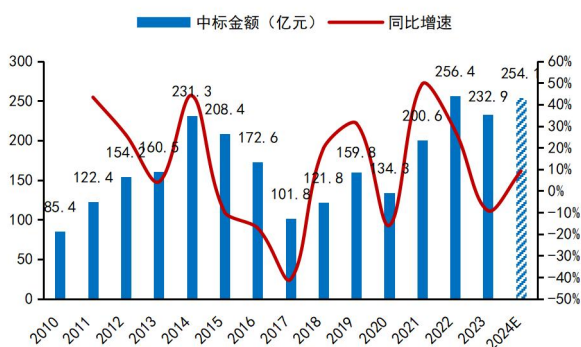
资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

图4: 电源工程月度投资完成额（亿元）



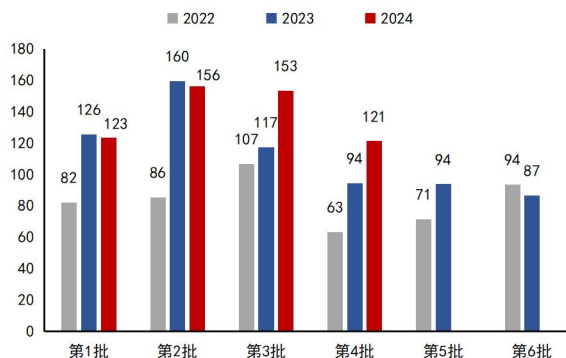
资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

图5: 国家电网智能电表历年招标金额 (亿元, %)



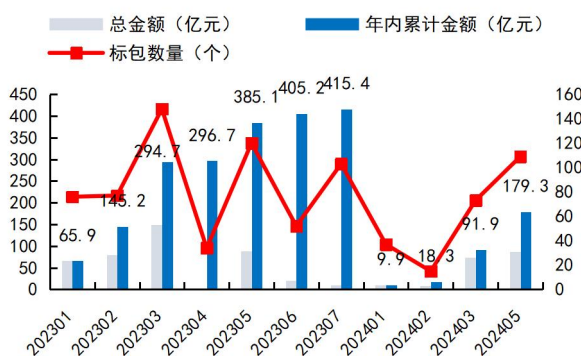
资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

图6: 2022-2024年国家电网输变电设备招标分批次中标金额统计 (亿元)



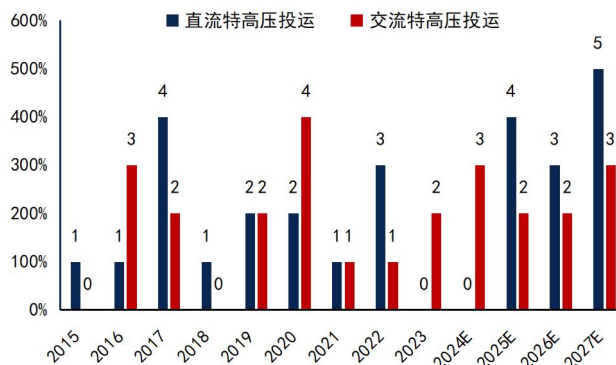
资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

图7: 2023年以来国家电网特高压分批次采购金额及标包数量统计 (亿元、个)



资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

图8: 我国特高压交直流线路投运数量历史与预测 (条)



资料来源: 国家能源局, 国家电网, 南方电网, 国信证券经济研究所预测与整理

风电产业链观点与数据追踪

市场复盘

风电在 2024 年二季度开始率先启动估值修复行情，以风机龙头金风代表的整机板块企稳走强。风机企业的估值修复逻辑主要来自海外出口，这延续了 2023 年下半年电力设备出海的估值提升逻辑。

风机大型化趋势放缓和市场投标价反弹也是市场信心的基础。与出海表现相关的金风科技、东方电缆、时代新材、中际联合分别较年初上涨了 30%、29%、45%和 23%，运达股份在成功斩获沙特订单后股价表现较为强劲，从最低点上涨 130%，较年初累计上涨 24%。中际联合因国际业务对美国敞口较大，2024 年 5 月以来虽然业绩表现强劲，但估值承压。

风电零部件估值提升的节奏晚于风机板块一个季度，原因是 2024 年风电零部件需要消化 2023 年底降价潮对盈利的拖累。进入 9 月份以来，风电行业装机旺季和对 2025 年排产预期升温，以铸件为代表的零部件企业掀起涨价预期，铸件涨价幅度预计在 10-15%，铸锻件标的估值快速修复，金雷最低点反弹 103%，较年初跌幅收敛到 15%；通裕重工反弹 103%，较年初上涨 19%；日月股份反弹 79%，较年初估值基本持平。

零部件环节也有少数企业虽然业绩承压，但是在开拓新产品方面获得市场认可，威力传动因进入风电主齿轮箱行业，估值较年初以来上涨 14%，并且在 11 月份累计上涨超过 40%，最低点反弹超过 118%。

海风板块是机构长期稳定持仓的环节，今年以来海风板块在 4 月份启动第一轮行情，东方电缆领涨；随后江苏和广东地区的开工进展不及预期，相关板块短期盈利也相应承压。10 月份江苏地区两个主要项目开工预期升温，与之订单最为相关的海力风电本轮领涨，最低点反弹幅度高达 126%，成为海工板块少数年内估值上涨的企业，其他管桩塔筒标的年初以来分别下跌了 15-27%。11 月 21 日，市场较为关注的三峡阳江青州五和青州七主缆招标结果尘埃落定，东方电缆独揽 2GW 送出输电设备和相关 EPC 合同，对上市公司和海风发展均起到积极作用。

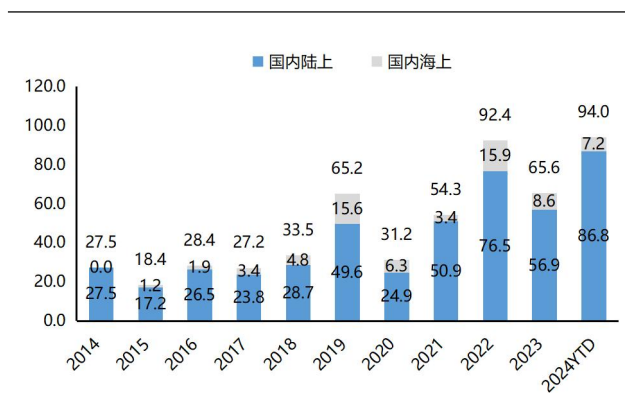
风电产业链展望

2025 年海上风电市场迎来高速增长，在装机容量有望实现 50%以上并且项目的深远海域占比显著增加，设备需求走向高端化。目前有望在 2025 年招标的海风项目超过 25GW，订单与交付景气度共振。风电装备的国际化进程在 2024 年迎来海外平价发展的突破，新兴市场为国内风电产业链提供批量新订单，并有望在 2025 年以后成为国产风机业务增长的主要来源。

重点关注海上风电装备龙头企业【东方电缆】、【天顺风能】、【大金重工】；风机龙头【金风科技】、【三一重能】等。

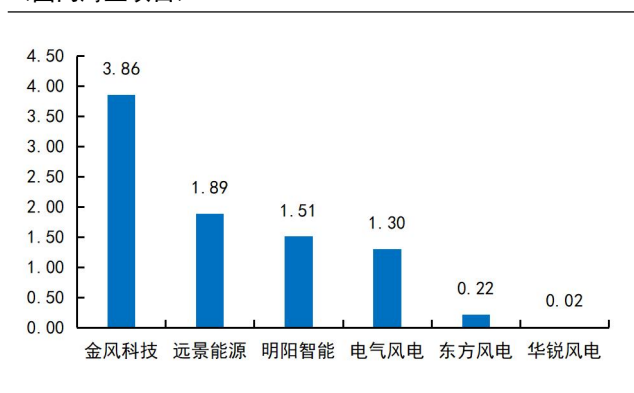
风电产业链数据追踪

图9: 全国风电历年公开招标容量 (GW)



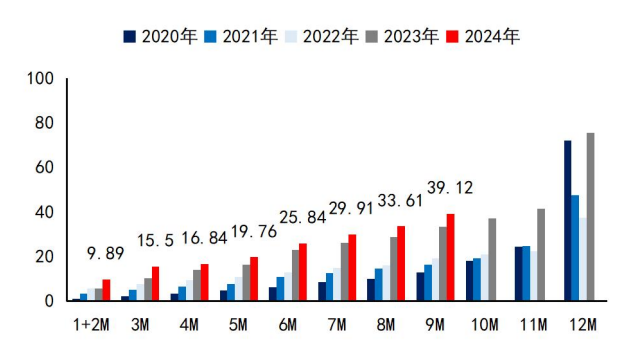
资料来源: 金风科技, 采招网, 国信证券经济研究所整理

图10: 2024年1-10月中国风电整机制造商中标情况统计 (MW) (国内海上项目)



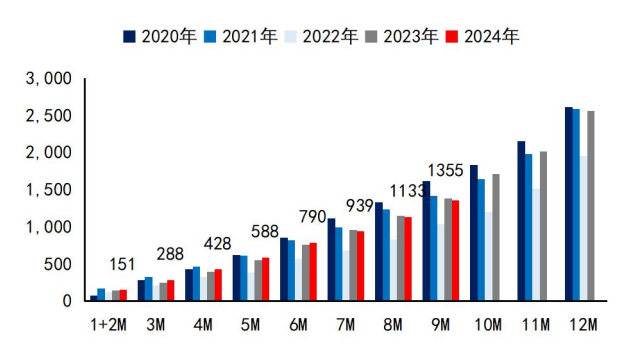
资料来源: 彭博新能源财经, 国信证券经济研究所整理

图11: 风电累计新增装机容量月度变化情况 (GW)



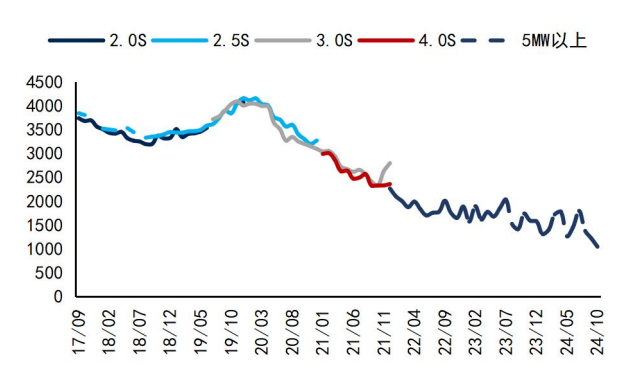
资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

图12: 风电累计建设投资完成额月度变化情况 (亿元)



资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

图13: 陆上风机 (不含附属设备) 中标价格走势 (含税, 元/kW)



资料来源: 采招网, 国信证券经济研究所整理

图14: 全国风电年度新增吊装容量走势 (GW)



资料来源: CWEA, 国信证券经济研究所预测与整理

锂电产业链观点与数据追踪

市场复盘

2024 年锂电行业盈利趋势分化明显，上游和中游在不同时间完成市场份额集中。锂电池市场在 2022 年竞争加剧，经过 2 年鏖战行业盈利差异化显著，原材料跌价影响基本消除，头部电池企业份额稳固。在竞争格局方面，各家企业在细分市场定位相对固化，因此 2024 年电池环节盈利开始趋稳或者改善。宁德时代前三季度业绩同比增长 16%，欣旺达增长 51%，蔚蓝锂芯增长 173%，亿纬锂能仅下降 7%，珠海冠宇下降 7%，豪鹏科技改善 37%。

而上游材料环节价格战仍在继续，正极、负极和电解液加工费在盈亏平衡点低位运行，小企业亏损坚守，但份额快速收缩；隔膜环节加工费仍在下降通道，头部份额持续提升。

虽然四大主材环节上市公司均出现业绩下滑，例如容百科技和当升科技业绩同比下滑分别为 81%和 69%，湖南裕能业绩前三季度同比下滑 68%，天赐材料业绩同比下滑 81%，恩捷股份业绩下滑 79%。但估值却非常分化，锂电产业链当中率先完成格局出清的龙头企业估值快速修复，宁德时代年初以来市值上涨 64%，欣旺达上涨 61%，蔚蓝锂芯 40%，亿纬锂能 19%。正极方面，湖南裕能市值较年初以来累计上涨 51%，格林美上涨 31%；三元正极方面，厦钨新能、容百科技和当升科技由于固态电池概念催化，估值在 10 月份以来快速拉升，市值较年初累计上涨 28%、-3%和 28%，从最低点反弹 147%、116%和 132%。负极方面，璞泰来年初以来仅下跌 4%，最低点反弹 110%；业绩稳健的尚太科技凭借成本护城河获得市场认可，业绩增速虽然仅为 2%，但估值较年初提升 98%，最低点反弹幅度高达 252%。电解液环节两家头部企业天赐材料和新宙邦虽然业绩大幅下滑，但由于行业临近出清，格局集中，因此估值整体修复至年初水平。结构件龙头科达利则凭借稳定的盈利业绩表现，估值跟随业绩同步增长，前三季度业绩同比增速为 28%，市值较年初以来上涨 30%。

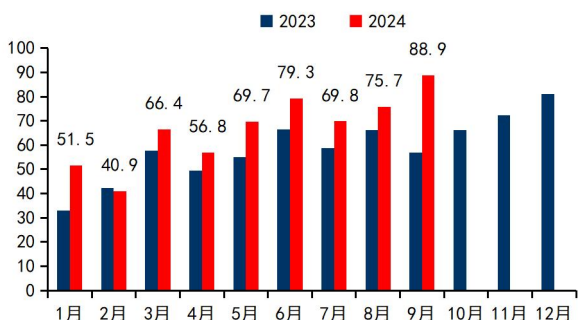
锂电产业链展望

2025 年国内和欧洲新能源车，以及储能行业或促进动储电池需求实现 25%增长。头部企业份额稳中有升，并争取国际市场更多主动权。材料环节，原材料采购成本相对平稳，企业存货减值压力基本释放，正极龙头凭借高压实铁锂、高镍三元等差异化产品集中份额和优化盈利；负极龙头凭借成本领先性和行业能耗标准巩固份额；电解液龙头盈利触底，海外布局加速；隔膜行业仍在出清过程中，未来竞争格局有望优化。在新产品创新方面，复合集流体量产提速，应用落地临近；半固态电池车端实现批量，固态电池继续优化成本并在低空场景率先应用。宁德时代引领二代钠电池在 2025 年正式亮相，在骁遥电池、储能等场景快速应用。

重点关注【宁德时代】、【亿纬锂能】、【珠海冠宇】、【卧龙电驱】、【湖南裕能】、【尚太科技】。

锂电产业链数据追踪

图15: 全球动力电池装车量 (GWh)



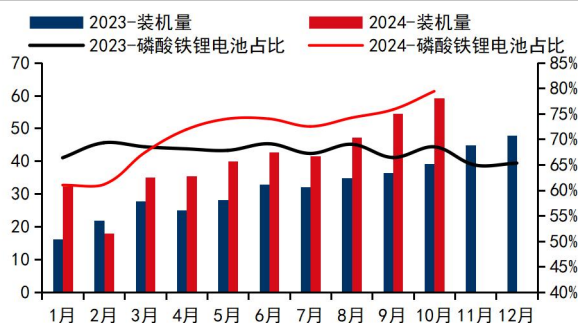
资料来源: SNE Research, 国信证券经济研究所整理

图16: 全球动力电池需求量及展望 (GWh, %)



资料来源: 动力电池产业创新联盟, 国信证券经济研究所整理

图17: 国内动力电池装车量及磷酸铁锂电池装车占比 (GWh, %)



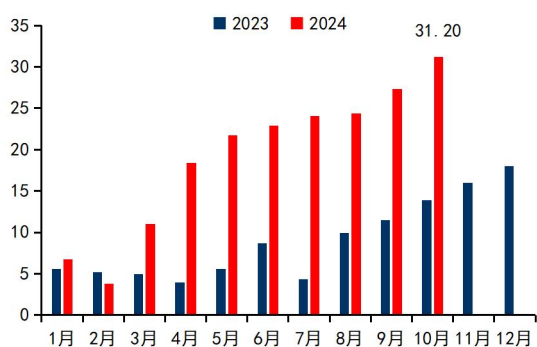
资料来源: 动力电池产业创新联盟, 国信证券经济研究所整理

图18: 国内动力电池需求量及展望 (GWh, %)



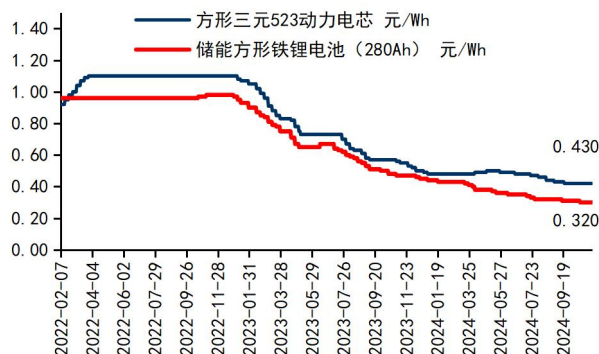
资料来源: 动力电池产业创新联盟, 国信证券经济研究所整理

图19: 国内储能及其他电池销量 (GWh)



资料来源: 动力电池产业创新联盟, 国信证券经济研究所整理

图20: 方形动力电芯三元及储能电芯价格 (元/Wh)



资料来源: SMM, 国信证券经济研究所整理

光伏产业链观点与数据追踪

市场复盘

市场对光伏板块的关注点从弱现实到强预期切换。光伏板块是 2024 年电新板块估值变动最为剧烈的环节。随着全产业链进入产能调整阶段，价格持续下降，原材料库存不断累积，企业二季度普遍严重亏损，估值同步大幅下跌，光伏指数年初以来一度累计下跌 39.5%。

9 月份以来随着三季度产业链亏损环比缩小，市场出清趋势确立，叠加 10 月份大盘交易情绪高涨，光伏指数领先市场大幅反弹。交易关注点从短期行业需求和企业盈利转移到 2026 年以后产业链出清后的估值定价，主要企业估值提前切换到 2026 年预期盈利的 15 倍以上。

硅料环节作为出清确定性最强的环节，龙头估值甚至高于年初水平：截止到 11 月 21 日收盘，通威股份估值较年初上涨 8%，协鑫科技上涨 12%，大全能源仅下跌 5%；同样被认为出清后产能壁垒较高的玻璃环节估值较为坚挺，年初以来 A 股福莱特股价上涨 2%。

硅片、电池片和组件等多数个股虽然年初以来估值累计下跌 15%-20%，但却成为区间反弹最为猛烈的板块，普遍从最低点反弹幅度超过 100%，其中钧达股份 149%、大全能源 130%、晶澳科技 120%、阿特斯 90%、隆基绿能 68%。

逆变器和光伏支架环节不存在供需失衡的问题，同时海外需求从 2024 年 1 季度就反弹，因此是光伏板块业绩与估值形成戴维斯双击的环节。德业股份最具有代表性，年初以来累计上涨 64%，区间最大的涨幅 157%；上能电气累计上涨 62%，区间最大涨幅 190%；中信博年初以来上涨 88%，区间最大涨幅 134%。

新型电池技术的预期 10 月份以来成为市场最强的题材赛道，聚和材料年内涨幅达到 49%，区间最高涨幅达到 214%；设备企业迈为股份较年初持平，区间最高涨幅达到 109%。

光伏产业链展望

经历了 2024 年光伏产业链价格的持续探底，目前部分环节价格已击穿头部企业的现金成本，企业端面临减产、裁员甚至停产等压力，新项目投产普遍延期；政策端来看，相关部委及行业协会出台一系列政策，提出 0.68 元/W 的组件最低含税生产成本并打击低价竞标，从供给侧加速行业落后产能淘汰并限制行业新增产能，叠加融资环境收紧，我们预计 2025 年光伏行业部分具有投资、技术壁垒的子板块将率先迎来产能出清，如多晶硅料、光伏玻璃、光伏电池等。需求层面来看，我们预计全球 2025 年光伏新增装机同比增长 15%-20%，增速有所放缓。国内方面，在风光大基地建设的带动下集中式仍然是新增装机的主力，分布式光伏增速料将承压。海外方面，尽管存在贸易保护主义兴起的压力，欧美降息周期启动将推动光伏项目盈利能力改善及需求向好，部分新兴市场国家及地区如中东、拉美、东南亚等新增光伏装机也有望实现突破。光伏主产业链有望在 2025 年迎来基本面见底，部分具有技术优势以及海外出货占比高的企业或将率先实现盈利反弹。辅材端竞争格局相对较好，辅材端价格也有望在 2025 年企稳。新技术方面，HJT/BC、钙钛矿技术百花齐放，特别是钙钛矿电池技术进入 GW 级别，组件产能向 20GW 目标推进。叠层电池拥有更高的转化效率和应用场景优势。

建议关注【通威股份】、【隆基绿能】、【晶澳科技】。

光伏产业链数据追踪

表1: 光伏月度排产、装机、出口及招中标情况

指标	单位	2024年9月	2024年8月	环比	当月同比	2024年累计	累计同比
多晶硅产量	万吨	13.8	12.97	+6%	9%	145.31	43.9%
单晶硅片产量	GW	44.3	52.60	-16%	-27%	-16%	513.03
电池片产量	GW	53	58.11	-8%	-7%	-8%	497.94
光伏组件产量	GW	49	48.90	-	4%	0%	423.30
国内光伏装机	GW	20.89	16.46	26.9%	32.4%	160.88	25%
组件招标	GW	10.16	21.40	-52.5%	-63.0%	120.62	-37%
组件中标	GW	0.09	1.72	-94.8%	-99.3%	47.36	-68%
光伏组件出口	亿美元	20.14	24.37	-17.4%	-40.1%	216.29	-32%
其中: 欧洲组件出口	亿美元	7.52	9.49	-20.7%	-39.8%	88.66	-44%

资料来源: 国家能源局、国家海关总署、Solarzoom、SMM、PV Infolink, 国信证券经济研究所整理

图21: 全球光伏新增装机量及同比增速 (GW, %)



资料来源: 彭博新能源, 国信证券经济研究所整理

图22: 国内光伏新增装机量及同比增速 (GW, %)



资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

表2: 光伏主产业链价格数据

指标	单位	20241030	20240930	环比	同比	2024年年初	较年初变化
P型硅料	元/kg	36.5	36.5	-	-50.3%	60.00	-39.2%
硅片(M10, P型)	元/片	1.08	1.15	-6.1%	-57.6%	2.00	-46.0%
P型硅料	元/W	0.085	0.085	-	-58.1%	0.17	-39.2%
硅片(M10, P型)	元/W	0.143	0.152	-5.9%	-58.4%	0.27	-46.0%
电池片(M10, P型)	元/W	0.27	0.28	-3.6%	-47.1%	0.38	-28.9%
组件(M10, P型双玻)	元/W	0.68	0.73	-6.8%	0.0%	0.95	-28.4%
N型硅料							
N型硅料	元/kg	42.0	42.0	-	-50.6%	67.00	-37.3%
硅片(M10, N型)	元/片	1.03	1.08	-4.6%	-60.4%	2.23	-53.8%
N型硅料	元/W	0.084	0.084	-	-64.2%	0.19	-54.6%
硅片(M10, N型)	元/W	0.128	0.134	-4.5%	-63.5%	0.30	-57.6%
电池片(高效 TOPCon)	元/W	0.27	0.28	-3.6%	-50.9%	0.47	-42.6%
组件(高效 TOPCon 双)	元/W	0.71	0.74	-4.1%	0.0%	1.02	-30.4%

资料来源: Solarzoom、SMM、PV Infolink, 国信证券经济研究所整理

表3: 辅材及原材料价格数据

辅材类别	单位	20241030	20240930	环比变动(%, 较上月同日)	同比变动(%, 较上年同日)	单瓦价值(元/ W)	单瓦成本占比 (%, 较组件)
硅片、电池片端辅材							
石英坩埚	元/个	9750	9850	-1.0%	-69.6%	0.046	5%
网版	元/片	4000	4000	-	/	/	/
主栅正银	元/kg	8181	7613	7.5%	20.4%	0.045	6%
细栅正银	元/kg	8231	7663	7.4%	/	/	/
背银	元/kg	5440	5061	7.5%	22.4%	0.012	2%
硅片、电池片端辅材原材料							
石英砂(内层)	元/吨	75000	75000	-	-81.9%	0.012	1%
石英砂(中层)	元/吨	40000	42500	-5.9%	-79.8%	0.017	1%
石英砂(外层)	元/吨	24500	24500	-	-74.2%	0.012	1%
银粉	元/kg	8680	7930	9.5%	26.9%	0.044	3%
精钢	元/kg	2670	2820	-5.3%	47.1%	0.018	1%
组件端辅材							
EVA胶膜	元/平	6.37	6.49	-1.8%	-32.9%	0.063	8%
POE胶膜	元/平	7.03	7.03	-	-31.2%	0.142	9%
白CPC背板	元/平	5.25	5.15	1.9%	-36.4%	0.027	3%
3.2mm玻璃	元/平	21.00	21.50	-2.3%	-10.8%	0.109	14%
2.0mm玻璃	元/平	12.00	12.65	-5.1%	-21.4%	0.142	18%
MBB焊带加工费	元/kg	4.25	4.25	-	-64.8%	/	/
铝边框	元/kg	23.95	23.48	2.0%	-5.1%	0.101	13%
组件端辅材原材料							

EVA 粒子	元/吨	10200	9400	8.5%	-34.4%	0.082	5%
POE 粒子	元/吨	11160	11160	-	-32.5%	0.125	8%
PET	元/吨	6165	6265	-1.6%	-3.3%	0.007	1%
重质纯碱	元/吨	1521	1936	-21.4%	-10.8%	0.016	1%
铜材	元/吨	73600	74833	-1.6%	7.5%	/	/
锡锭	元/吨	256000	264100	-3.1%	26.2%	/	/
6063 铝棒	元/吨	21000	20460	2.6%	4.8%	/	/

资料来源：SMM、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

表4: 主产业链利润分配（元/W，M10，单玻，TOPCon）

时间	硅料价格(含税)	硅料毛利(不含税)	硅片价格(含税)	硅片毛利(不含税)	电池片价格(含税)	电池毛利(不含税)	组件价格(含税)	组件毛利(不含税)	一体化组件企业毛利(不含税)
2024/9/12	0.083	-0.008	0.139	-0.033	0.286	-0.065	0.750	0.010	-0.087
2024/9/19	0.084	-0.007	0.139	-0.034	0.286	-0.070	0.740	0.001	-0.102
2024/9/26	0.084	-0.007	0.139	-0.031	0.286	-0.075	0.740	0.001	-0.105
2024/9/30	0.084	-0.007	0.134	-0.036	0.286	-0.069	0.740	0.011	-0.093
2024/10/9	0.084	-0.007	0.134	-0.036	0.286	-0.067	0.730	0.002	-0.100
2024/10/16	0.084	-0.007	0.129	-0.040	0.275	-0.075	0.710	-0.005	-0.120
2024/10/23	0.084	-0.007	0.128	-0.041	0.275	-0.080	0.710	-0.001	-0.122
2024/10/30	0.084	-0.007	0.128	-0.041	0.275	-0.080	0.710	-0.001	-0.122
2024/11/6	0.084	-0.007	0.126	-0.042	0.275	-0.075	0.710	-0.001	-0.118
2024/11/13	0.084	-0.007	0.126	-0.042	0.270	-0.075	0.710	0.004	-0.114

资料来源：SMM、PV infolink，国信证券经济研究所整理和测算。毛利数据为成本模型测算结果，未考虑库存影响等其他因素，不代表企业真实盈利。

表5: 主产业链利润分配（元/W，M10 尺寸，PERC 路线）

时间	硅料价格(含税)	硅料毛利(不含税)	硅片价格(含税)	硅片毛利(不含税)	电池片价格(含税)	电池毛利(不含税)	组件价格(含税)	组件毛利(不含税)	一体化组件企业毛利(不含税)
2024/9/12	0.085	-0.016	0.152	-0.035	0.286	-0.033	0.730	-0.040	-0.108
2024/9/19	0.085	-0.016	0.152	-0.035	0.286	-0.036	0.730	-0.040	-0.111
2024/9/26	0.085	-0.016	0.152	-0.032	0.286	-0.040	0.730	-0.040	-0.111
2024/9/30	0.085	-0.016	0.152	-0.032	0.286	-0.039	0.730	-0.029	-0.100
2024/10/9	0.085	-0.016	0.152	-0.032	0.286	-0.037	0.700	-0.056	-0.125
2024/10/16	0.085	-0.016	0.152	-0.032	0.286	-0.039	0.680	-0.072	-0.143
2024/10/23	0.085	-0.016	0.152	-0.032	0.286	-0.043	0.680	-0.068	-0.143
2024/10/30	0.085	-0.016	0.143	-0.040	0.275	-0.044	0.680	-0.059	-0.143
2024/11/6	0.085	-0.016	0.143	-0.040	0.275	-0.042	0.680	-0.059	-0.140
2024/11/13	0.085	-0.016	0.143	-0.040	0.275	-0.039	0.680	-0.059	-0.138

资料来源：SMM、PV infolink，国信证券经济研究所整理和测算。毛利数据为成本模型测算结果，未考虑库存影响等其他因素，不代表企业真实盈利。

储能产业链观点与数据追踪

储能产业链展望

2025 年全球新型储能市场有望实现约 40% 的增长。2025 年，我们预计在中美欧三大主要市场以及新兴市场储能需求爆发带动下，全球新型储能新增装机有望达到约 222GWh，同比增长接近 40%。1) 国内来看，各地“十四五”新型储能规划将支撑我国新增储能装机维持高速增长，我们预计 2025 年国内储能有望实现新增装机 105GWh，同比增长约 43%，同时工商业储能亦将得到快速发展；2) 美国方面，在长期资金成本下降背景下，我们预计美国储能装机将迎来放量，有望实现新增装机 60GWh，同比增长约 35%；3) 欧洲方面，2025 年户用储能市场或重回增长，同时欧洲大储市场亦将得到快速发展，我们预计欧洲储能 2025 年有望实现新增装机 34GWh，同比增长约 34%；4) 新兴市场方面，中东、南美、南非、东南亚等地正在快速崛起，成为中国储能产业链企业竞相争夺的“新高地”，我们预计新兴市场储能 2025 年有望实现新增装机 23GWh，同比增长约 44%。

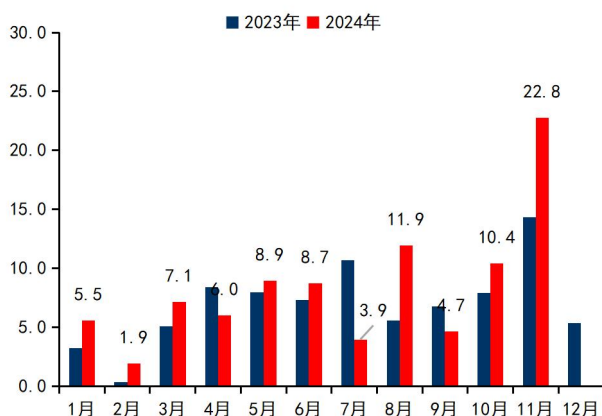
建议后续持续关注海外长期资金成本下降背景下，大储和工商储市场的装机表现，重点关注【阳光电源】、【亿纬锂能】、【盛弘股份】、【禾望电气】等。

新型储能行业数据追踪

中国储能招标数据：根据北极星储能网招标信息汇总，2024 年 1-11 月国内储能系统项目招标容量为 91.9GWh，同比+19%；其中 11 月国内储能系统项目招标容量为 22.8GWh，同比+59%；另外，2023 年国内储能系统招标容量为 82.8GWh，2022 年国内储能系统招标容量为 22.7GWh。

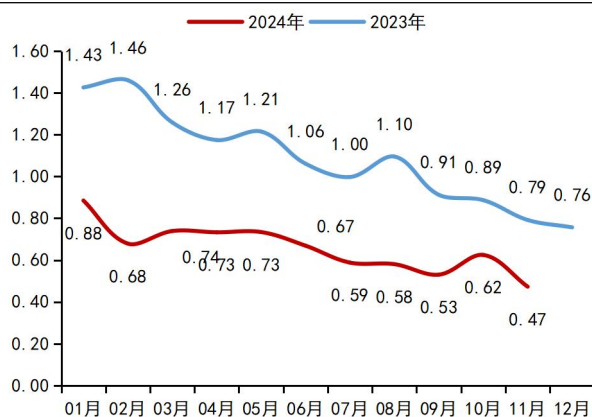
中标均价：2024 年 11 月国内大储储能系统中标均价为 0.47 元/Wh。

图23: 2023 年至今国内储能系统招标容量统计 (GWh)



资料来源：北极星储能网，中关村储能产业技术联盟（CNESA），国信证券经济研究所整理

图24: 2023 年至今国内储能系统中标均价变化 (元/Wh)



资料来源：北极星储能网，中关村储能产业技术联盟，国信证券经济研究所整理

注：2023/2024 年中标均价为所有锂电储能系统项目中标均价。

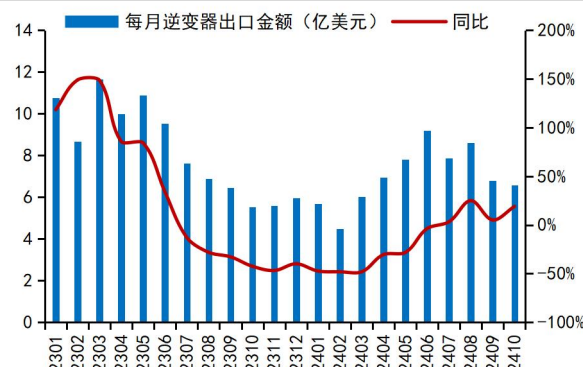
海外逆变器出口数据：根据海关总署数据，2024 年 1-10 月国内逆变器出口金额合计 70 亿美元，同比-20%，1-10 月合计出口数量 4448.2 万台，同比+1%。其中 10 月国内逆变器出口金额 6.59 亿美元，同比+19%，环比-3%；9 月国内逆变器出口数量 443.8 万台，同比+43%，环比+3%；9 月逆变器出口均价 148.4 美元/台，同比-17%，环比-6%。

图25: 2023 年至今国内逆变器出口数量 (万台)



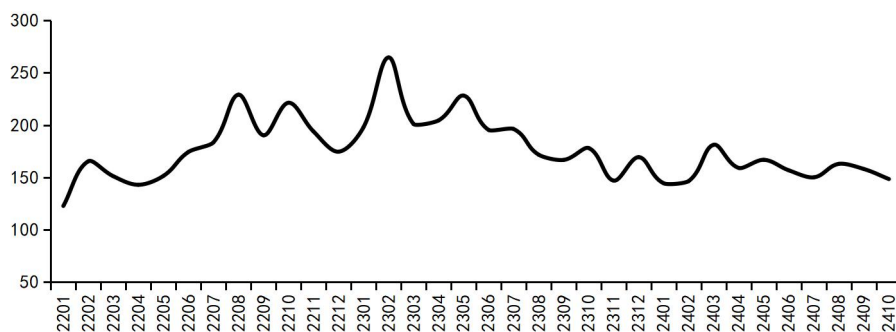
资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图26: 2023 年至今国内逆变器出口金额 (亿美元)



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

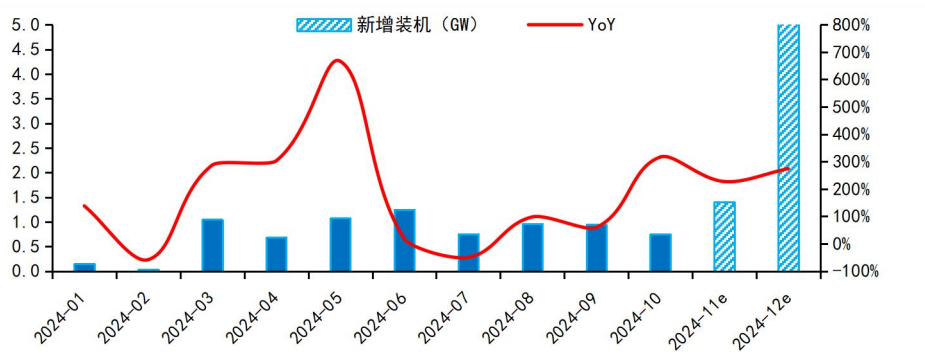
图27: 每月逆变器单价 (美元/台)



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理。注: 逆变器产品包含光伏和储能。

美国大储装机: 根据美国能源署 (EIA) 数据, 美国 1-10 月大储累计装机 7.66W, 同比+68%, EIA 预计 2024 全年将实现储能装机 14.15GW, 同比+122%, 海外大储装机有望迎来放量。

图28: 2024 年各月度美国大储装机量



资料来源: 美国能源署 (EIA), 国信证券经济研究所整理

表6: 重点公司盈利预测及估值 (2024. 11. 25)

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	EPS			PE			PB MRQ
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
002202.SZ	金风科技	优于大市	10.39	0.32	0.53	0.76	33.0	19.8	13.6	1.23
603218.SH	日月股份	优于大市	12.24	0.47	0.58	0.89	26.2	21.0	13.7	1.28
002531.SZ	天顺风能	优于大市	8.47	0.44	0.98	1.34	19.1	8.6	6.3	1.71
300129.SZ	泰胜风能	优于大市	7.93	0.31	0.47	0.67	25.4	17.0	11.8	1.72
300443.SZ	金雷股份	优于大市	23.07	1.29	2.31	3.14	17.9	10.0	7.3	1.21
300772.SZ	运达股份	优于大市	13.76	0.59	0.77	1.06	23.3	17.8	13.0	1.84
603606.SH	东方电缆	优于大市	54.44	1.45	1.77	2.65	37.4	30.7	20.6	5.95
002487.SZ	大金重工	优于大市	22.29	0.67	0.80	1.28	33.4	27.8	17.4	2.06
600406.SH	国电南瑞	优于大市	25.07	0.89	1.00	1.16	28.0	25.1	21.6	4.27
688676.SH	金盘科技	优于大市	31.80	1.10	1.35	1.82	28.8	23.6	17.5	4.65
600875.SH	东方电气	优于大市	15.13	1.14	1.35	1.48	13.3	11.2	10.2	1.27
600458.SH	时代新材	优于大市	12.64	0.47	0.51	0.86	27.0	24.7	14.8	1.80
605305.SH	中际联合	优于大市	27.97	0.97	1.57	2.01	28.7	17.8	13.9	2.58
002270.SZ	华明装备	优于大市	17.09	0.61	0.73	0.89	28.2	23.6	19.2	4.57
600312.SH	平高电气	优于大市	17.34	0.60	0.88	1.13	28.8	19.7	15.3	2.35
603063.SH	禾望电气	优于大市	20.52	1.13	0.86	1.02	18.1	23.9	20.2	2.31
002028.SZ	思源电气	优于大市	76.04	2.01	2.65	3.32	37.9	28.7	22.9	5.68
000400.SZ	许继电气	优于大市	26.48	0.99	1.23	1.74	26.8	21.5	15.2	2.52
601126.SH	四方股份	优于大市	16.90	0.75	0.89	1.05	22.5	18.9	16.1	3.33
601567.SH	三星医疗	优于大市	31.29	1.35	1.64	2.04	23.2	19.0	15.4	4.01
002922.SZ	伊戈尔	优于大市	16.34	0.53	1.07	1.33	30.6	15.3	12.3	2.07
688248.SH	南网科技	优于大市	32.71	0.50	0.80	1.12	65.7	40.8	29.1	6.60
603556.SH	海兴电力	优于大市	36.53	2.01	2.39	2.76	18.2	15.3	13.2	2.69
300693.SZ	盛弘股份	优于大市	24.23	1.29	1.40	1.76	18.7	17.4	13.7	5.19
688349.SH	三一重能	优于大市	30.95	1.64	1.35	2.09	18.9	22.9	14.8	2.97
300274.SZ	阳光电源	优于大市	81.50	4.55	5.11	5.45	17.9	16.0	14.9	6.10
600438.SH	通威股份	优于大市	25.99	3.02	3.02	3.74	8.6	8.6	7.0	1.96
300751.SZ	迈为股份	优于大市	125.95	3.27	7.36	10.21	38.5	17.1	12.3	4.94
601012.SH	隆基绿能	优于大市	17.81	1.42	3.15	3.62	12.6	5.6	4.9	1.93
688303.SH	大全能源	优于大市	26.93	2.69	1.42	1.59	10.0	18.9	16.9	1.32
603806.SH	福斯特	优于大市	16.48	0.71	0.86	1.04	23.2	19.1	15.8	2.85
300827.SZ	上能电气	优于大市	46.78	0.80	1.83	2.56	58.8	25.5	18.3	9.57
688223.SH	晶科能源	优于大市	8.60	0.74	0.95	1.10	11.6	9.0	7.8	2.58
002459.SZ	晶澳科技	优于大市	16.56	2.13	1.09	1.53	7.8	15.2	10.8	1.58
600732.SH	爱旭股份	优于大市	14.33	0.41	2.02	2.80	34.6	7.1	5.1	3.02
300118.SZ	东方日升	优于大市	13.45	1.20	2.42	3.21	11.2	5.6	4.2	1.01
601865.SH	福莱特	优于大市	24.70	1.18	0.98	1.06	21.0	25.1	23.2	2.66
0968.HK	信义光能	优于大市	2.94	0.46	0.40	0.39	6.4	7.4	7.5	0.82
688598.SH	金博股份	优于大市	29.40	0.99	3.28	4.37	29.6	9.0	6.7	0.99
301266.SZ	宇邦新材	优于大市	43.56	1.46	3.54	4.42	29.9	12.3	9.8	2.99
688503.SH	聚和材料	优于大市	52.90	1.83	3.06	4.04	29.0	17.3	13.1	2.60
301168.SZ	通灵股份	优于大市	29.82	1.37	3.93	5.20	21.7	7.6	5.7	1.70
688390.SH	固德威	优于大市	47.89	3.51	5.57	6.55	13.6	8.6	7.3	3.89

605117.SH	德业股份	优于大市	86.15	2.78	3.30	3.76	31.0	26.1	22.9	10.62
601877.SH	正泰电器	优于大市	22.36	1.72	2.20	2.51	13.0	10.2	8.9	1.23
600475.SH	华光环能	优于大市	9.43	0.78	1.04	1.15	12.2	9.1	8.2	1.08
300750.SZ	宁德时代	优于大市	264.10	10.02	11.72	14.19	26.4	22.5	18.6	5.88
603659.SH	璞泰来	优于大市	20.50	0.89	1.32	1.41	22.9	15.6	14.5	2.46
300037.SZ	新宙邦	优于大市	45.00	1.34	2.01	2.64	33.6	22.4	17.1	3.81
300014.SZ	亿纬锂能	优于大市	48.80	1.98	2.04	2.65	24.6	23.9	18.4	2.87
688116.SH	天奈科技	优于大市	44.79	0.86	1.02	1.56	51.9	43.7	28.7	5.87
002812.SZ	恩捷股份	优于大市	40.32	2.60	3.09	3.25	15.5	13.0	12.4	1.46
300073.SZ	当升科技	优于大市	47.35	3.80	1.31	1.63	12.5	36.1	29.0	1.83
002709.SZ	天赐材料	优于大市	24.97	0.99	0.78	0.97	25.3	32.2	25.7	3.64
688005.SH	容百科技	优于大市	37.95	1.20	0.42	1.02	31.6	89.9	37.2	2.11
002245.SZ	蔚蓝锂芯	优于大市	11.98	0.12	0.37	0.49	98.0	31.9	24.4	2.14
300568.SZ	星源材质	优于大市	11.80	0.43	0.85	0.97	27.5	13.9	12.2	1.62
688772.SH	珠海冠宇	优于大市	16.36	0.31	0.40	0.75	53.6	40.4	21.8	2.80
688778.SH	厦钨新能	优于大市	49.56	1.25	1.41	1.77	39.5	35.2	28.1	2.43
301358.SZ	湖南裕能	优于大市	51.79	2.09	3.40	4.06	24.8	15.3	12.7	3.48
002850.SZ	科达利	优于大市	107.70	4.43	5.17	5.83	24.3	20.8	18.5	2.83
002340.SZ	格林美	优于大市	7.16	0.18	0.24	0.32	39.3	30.0	22.5	1.96
001301.SZ	尚太科技	优于大市	73.20	2.77	3.12	3.65	26.4	23.5	20.0	3.37
600885.SH	宏发股份	优于大市	31.58	1.34	1.64	1.86	23.6	19.3	17.0	4.12
605123.SH	派克新材	优于大市	55.55	4.06	4.45	4.62	13.7	12.5	12.0	1.57
300001.SZ	特锐德	优于大市	22.71	0.47	0.72	0.99	48.8	31.6	22.9	3.58
002533.SZ	金杯电工	优于大市	9.73	0.71	0.83	1.00	13.7	11.7	9.7	1.84
600765.SH	中航重机	优于大市	19.81	0.90	1.07	1.28	22.1	18.6	15.5	2.55
002706.SZ	良信股份	优于大市	6.82	0.45	0.46	0.57	15.0	14.7	12.0	1.85
002851.SZ	麦格米特	优于大市	38.31	1.19	1.08	1.69	32.1	35.4	22.7	4.79
600580.SH	卧龙电驱	优于大市	14.10	0.41	0.73	0.92	34.7	19.3	15.4	1.95
002452.SZ	长高电新	优于大市	7.93	0.28	0.41	0.56	28.4	19.1	14.1	2.18
000682.SZ	东方电子	优于大市	10.85	0.40	0.50	0.62	26.9	21.8	17.5	3.17

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理与预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

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

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032