

强于大市

公司名称	股票代码	股价	评级
华明装备	002270.SZ	人民币 17.12	增持
海兴电力	603556.SH	人民币 37.59	增持

资料来源: Wind, 中银证券

以 2024 年 12 月 10 日当地货币收市价为标准

风电及电网设备行业 2025 年度策略

国内外需求有望共振, 产业链出海正当其时

风电方面, 2025 年国内风电装机或超过 100GW, 需求向好有望带动整机与零部件环节的盈利修复; 此外, 国内海风项目的招标已开始放量, 欧洲海风按规划将进入高速增长阶段, 2025 年起国内外海风装机均有望高速增长。推荐盈利有望改善的整机及锻铸件环节, 兼具海风、海外双重逻辑的塔筒桩基与海缆环节。电力设备方面, 国内外电网建设与改造需求共振, 主网投资维持高景气, 电力设备出海需求向好。建议关注受益于特高压高景气的主网环节相关标的, 以及具备出海逻辑的变配电环节。维持行业强于大市评级。

支撑评级的要点

- **“十四五”末年风电装机有望迎来高峰, 海上、海外为需求增长注入持续动力:** 国内市场方面, 千乡万村驭风计划与消纳红线放开的政策有望保障新能源装机需求稳健增长, 我们预计 2024-2025 年国内总新增装机有望分别达到 88GW、105GW, 同比增速分别为 15.94%、19.32%; 同时, 在各省“十四五”海风装机规划指导下, 我们预计 2024-2025 年新增海风装机有望分别达到 8GW、12GW, 2024 年较多的项目招标为 2025 年的需求增长提供较强支撑。海外市场方面, 以欧洲为代表的地区海风装机有望自 2025 年起进入快速增长阶段, 为我国整机及零部件出海打开市场空间。
- **全球水下桩基础、海缆产能区域分化, 国内产能或外溢供应全球:** 在海外海风快速放量的背景下, 海外桩基、海缆供需可能出现缺口, 国内产能或外溢供应全球。桩基方面, 考虑到后续海外产能扩张潜在的不确定性, GWEC 预测 2026 年开始, 以欧洲、北美为代表的多个海外市场可能出现潜在的固定式桩基产能缺口; 海缆方面, 国内地区已形成了全球领先的产能规模, 后续亦有望出口供应至产能短缺的地区。当前以大金重工、东方电缆、中天科技为代表的头部企业已陆续批量获得海外订单, 出海需求或成为国内供应商的第二增长曲线。
- **国内主网投资高景气度有望延续:** 近两年来, 电网工程投资额稳中有增, 近两年投资力度增长较快, 主网建设的高景气度有望延续; 同时《关于做好新能源消纳工作 保障新能源高质量发展的通知》明确提出要加快推进新能源配套电网项目建设, 2025 年预计开工的藏东南-粤港澳、巴丹吉林-四川、疆电-川渝项目均采用柔性直流输电技术。伴随柔直技术进入大规模应用阶段, 价值量显著提升的柔直换流阀等环节有望更加受益。
- **海内外需求共振, 拉动电力设备出海向好:** 为匹配日益增长的能源需求, 全球各地区和国家大力投资支持输配电网建设, 海外公用事业公司资本开支已呈现出持续增长态势, 国内海关出口数据与企业收入结构亦逐步验证出海逻辑, 相关电力设备出海标的有望受益。

投资建议

- 风电方面, 国内海陆风招标及建设有望稳步推进。2025 年国内风电装机有望超过 100GW, 需求向好或带动整机与零部件环节的盈利修复; 国内海风项目的招标已逐步开始放量, 2025 年海风装机有望高速增长; 以欧洲为代表的海外海风有望从 2025 年起进入快速增长阶段, 长期来看, 海外需求或接棒国内需求, 带动风电产业链出货持续增长。推荐盈利有望改善的整机及锻铸件环节, 兼具海风、海外双重逻辑的塔筒桩基与海缆环节。电力设备方面, 国内持续推动电力体制改革, 《国家能源局关于做好新能源消纳工作 保障新能源高质量发展的通知》发布, 有望推动特高压及主网建设加快, 带动相关电网设备需求维持高景气; 海外电网改造需求旺盛, 建议关注受益于特高压高景气的主网环节相关标的, 以及具备出海逻辑的变配电环节。

评级面临的主要风险

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

相关研究报告

《电力设备与新能源行业 12 月第 1 周周报》
20241208

《光伏行业动态点评》20241207

《电力设备与新能源行业 11 月第 5 周周报》
20241201

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电力设备

证券分析师: 许怡然

yiran.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300524030001

证券分析师: 武佳雄

jiexiong.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523070001

目录

风电：风电装机有望迎来大年，海外市场开始贡献增量	5
招标指引 2025 年风电装机高增长，政策利好支撑后续空间	5
国内海风招标指引短期需求向好，深远海规划及海外市场打开未来增长空间	6
全球水下桩基础、海缆产能区域分化，国内产能或外溢供应全球	9
电力设备：国内主网投资高景气，海外出口需求旺盛	12
国内主网投资高景气度有望延续	12
海内外需求共振，拉动电力设备出海向好	15
投资建议	17
风险提示	18
华明装备	20
海兴电力	29

图

图表 1.2021-2024 年国内风电月度并网情况	5
图表 2.2020-2024Q3 风电公开招标规模	5
图表 3.2023Q3-2024Q3 国内整机厂月度公开投标均价	5
图表 4.2024 年 1-10 月中国风电整机厂中标统计（不含框架）	6
图表 5.2024-2025 年国内风电年新增装机量预测	6
图表 6.各省“十四五”海风装机规划（不完全统计）	7
图表 7.2024 年前三季度海风风机及 EPC 招标情况（不完全统计）	7
图表 8.我国主张管辖的海域空间结构示意图	8
图表 9.2006-2023 年全球海上风电装机情况	8
图表 10.GWEC 预测 2024-2033 年海外海上风电装机情况	8
图表 11.2014-2023 年欧洲风电装机情况	9
图表 12.2024-2030 年欧洲风电装机预测	9
图表 13.2023-2026 年全球固定式桩基供给	9
图表 14.2023 年全球漂浮式桩基供给	9
图表 15.2022-2030 年全球固定式桩基需求预测	9
图表 16.2022-2030 年全球漂浮式桩基需求预测	10
图表 17.2020-2030 年中高压海风海缆需求（千公里）	10
图表 18.2020-2030 年超高压海风海缆需求（千公里）	10
图表 19.2023 年海缆产能（千公里）	10
图表 20.国内海风企业海外订单中标情况（不完全统计）	11
图表 21.2024 年 1-10 月国内整机厂海外中标情况	11
图表 22.2008-2024 年 1-10 月电网工程投资完成额	12
图表 23.2023-2024 年特高压输电项目核准情况	12
图表 24.2023-2024 年特高压输电项目开工情况	13
图表 25.2023-2024 年特高压设备各批次中标金额	13
图表 26.常规直流与柔性直流输电对比	14
图表 27.柔直特高压项目可研招标情况	14
图表 28.柔性直流与常规直流换流阀价值量对比	14
图表 29.部分国家和地区电网投资规划	15
图表 30.2018-2023 年 GICS 电力公用事业 IV 成分股资本开支情况	15
图表 31.2023-2024 年电表、变压器海关出口数据	16
图表 32.2013-2023 年电表及变电器企业海外收入占比	16
附录图表 33.报告中提及上市公司估值表	19
图表 34.华明装备发展历史	21
图表 35.华明装备股权结构图（截至 2024 年 9 月 30 日）	21
图表 36.华明装备高管背景	22

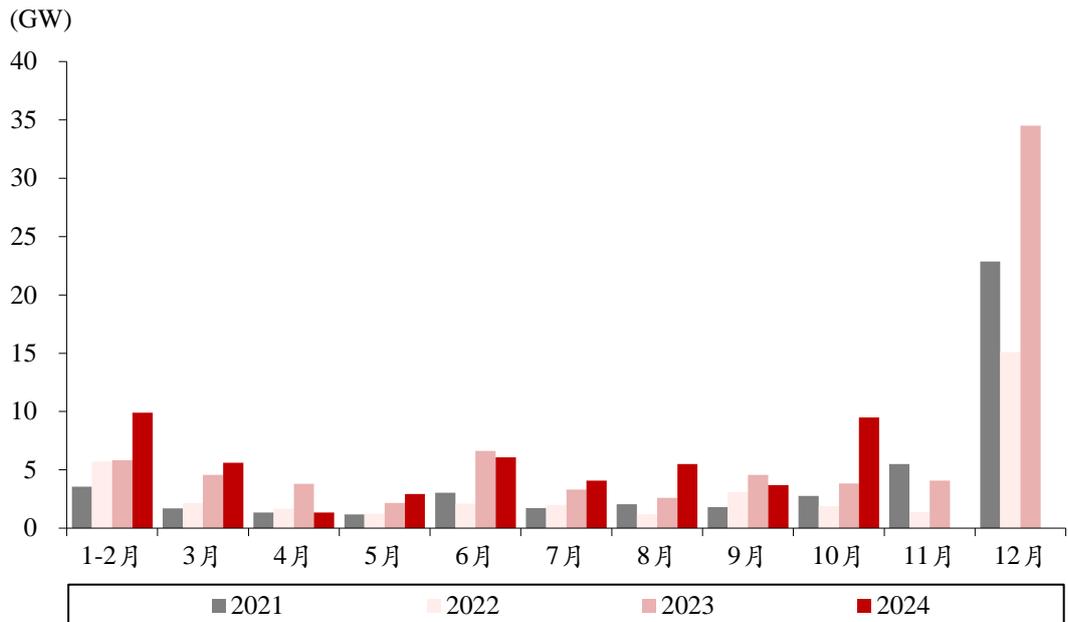
图表 37.2019-2024Q3 华明装备收入情况	22
图表 38.2019-2024Q3 华明装备归母净利润情况	22
图表 39.2019-2024Q3 华明装备盈利能力	22
图表 40.2023 年华明装备收入结构	22
图表 41.2019-2024H1 华明装备海内外收入情况	23
图表 42.变压器分接开关示意图	23
图表 43.公司电力设备主要产品及规格型号	23
图表 44.分接开关的应用领域	24
图表 45.2022-2032 年变压器、分接开关市场规模及预测	24
图表 46.2021 年国内分接开关市场格局	25
图表 47.2022 年全球分接开关市场格局	25
图表 48.华明装备具备全产业链的生产能力	25
图表 49.公司参与的特高压项目	25
图表 50.华明装备营业收入与毛利率预测	26
图表 51.华明装备可比上市公司估值比较	27
图表 52.海兴电力发展历程	30
图表 53.海兴电力股权结构图（截至 2024 年 9 月 30 日）	30
图表 54.2019-2024Q3 海兴电力收入情况	31
图表 55.2019-2024Q3 海兴电力归母净利润情况	31
图表 56.2019-2024Q3 海兴电力盈利能力	31
图表 57.2023 年海兴电力收入占比	31
图表 58.公司智能用电板块主要产品	32
图表 59.国网智能电表招标量	32
图表 60.海兴电力国网中标金额与市场份额	33
图表 61.部分国家和地区电网投资规划	33
图表 62.海兴电力全球化布局情况	34
图表 63.国网“十四五”配电网投资占比	34
图表 64.南网“十四五”配电网投资占比	34
图表 65.海兴电力营业收入与毛利率预测	35
图表 66.海兴电力可比上市公司估值比较	35

风电：风电装机有望迎来大年，海外市场开始贡献增量

招标指引 2025 年风电装机高增长，政策利好支撑后续空间

2024 年 1-10 月新增并网量实现较快增长：根据国家能源局数据，2024 年 1-10 月我国风电新增并网容量达到 48.62GW，同比增长 30.31%，整体呈现出平稳增长态势。若国内风电装机能够延续此前较好的同比增长态势，我们预计 2024 年全年国内风电新增装机量有望接近 90GW。

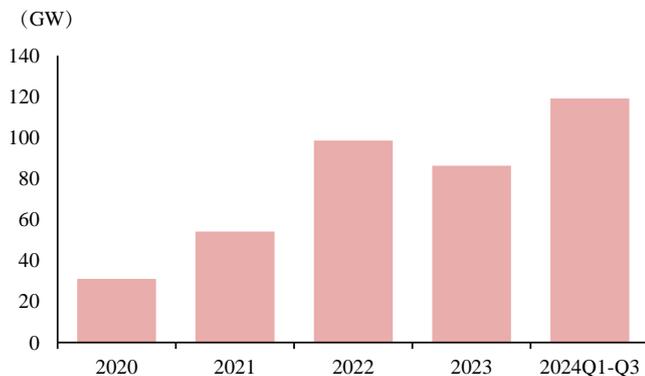
图表 1.2021-2024 年国内风电月度并网情况



资料来源：国家能源局，中银证券

新增中标量维持在较高水平，投标价格企稳：根据金风科技的统计数据，2024 年前三季度，我国风电整机公开招标规模已经达到 119.10GW，超过去年全年招标规模，相比去年同期增长 93.0%。根据当前中标情况，我们预计 2025 年全年风机新增装机有望超过 100GW；在需求旺盛的前提下，2024 年以来整机月度公开投标均价亦呈现出企稳态势，伴随大型化等技术迭代带来的降本，风机盈利能力或有望回升。竞争格局方面，2024 年 1-10 月，每日风电公开数据仅统计到 12 家整机厂商有订单中标，行业 CR5 达到 72%，头部竞争格局逐步明晰，行业集中度有望持续提升。

图表 2.2020-2024Q3 风电公开招标规模



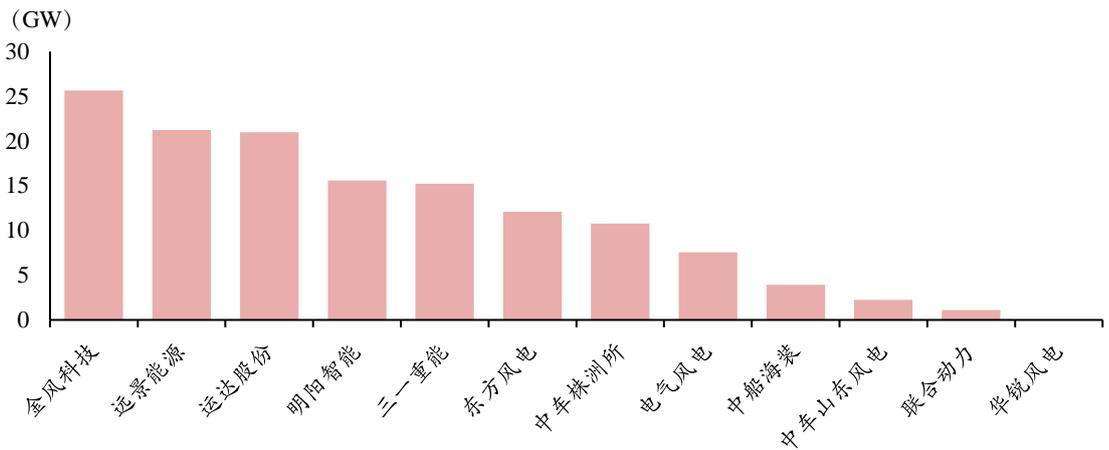
资料来源：金风科技业绩展示材料，中银证券

图表 3.2023Q3-2024Q3 国内整机厂月度公开投标均价



资料来源：金风科技业绩展示材料，中银证券

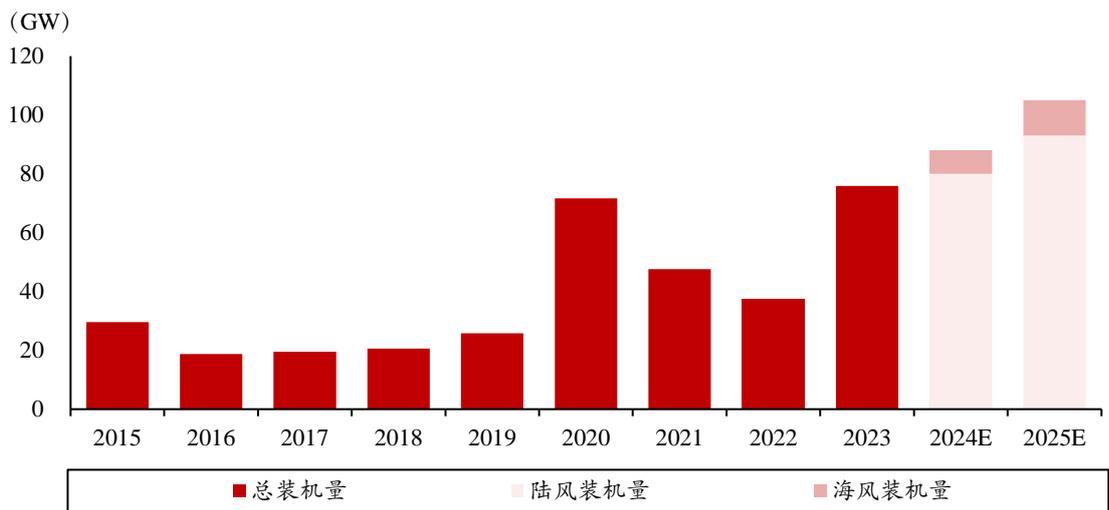
图表 4.2024 年 1-10 月中国风电整机厂中标统计 (不含框架)



资料来源：每日风电，中银证券

政策保障新能源装机需求稳健增长，风电装机量预期较快增长：2024 年以来，我国持续出台政策保障新能源装机后续增长空间。4 月 1 日，国家发展改革委、国家能源局、农业农村部联合发布《关于开展“千乡万村驭风行动”的通知》，提出“十四五”期间，在具备条件的县（市、区、旗）域农村地区，以村为单位，建成一批就地就近开发利用的风电项目，原则上每个行政村不超过 20 兆瓦。根据住房与城乡建设部统计，截至 2022 年我国行政村数量约 47.79 万个，假设每村安装 1 台单机容量 5MW 的风机，对应远期潜在市场空间可超过 2000GW。5 月 28 日，国家能源局发布《关于做好新能源消纳工作保障新能源高质量发展的通知》，提出部分资源条件较好的地区可适当放宽新能源利用率目标，原则上不低于 90%。我们认为，新能源消纳指标的适当放宽也可以为新增装机腾挪一定空间。综合上述政策利好，我们预计国内新增风电装机有望维持良好的增长态势，2024-2025 年国内总新增装机有望分别达到 88GW、105GW，同比增速分别为 15.94%、19.32%；其中新增海风装机有望分别达到 8GW、12GW。

图表 5.2024-2025 年国内风电年新增装机量预测



资料来源：国家能源局，中电联，中银证券

国内海风招标指引短期需求向好，深远海规划及海外市场打开未来增长空间

2024 年海风招标起量，指引 2025 年装机需求向好：根据我们的不完全统计，“十四五”期间各省已出台海风装机规划已经达到 63.8GW，而据 GWEC 统计，2021-2023 年国内新增海风装机仅约 28GW，相比“十四五”目标仍有约 36GW 的缺口。为争取较好地达成目标，我国海风预计在 2024 年内招标放量，以支撑其 2025 年装机延续高增长态势；根据我们的不完全统计，2024 年前三季度已招标海风风机或 EPC 项目规模约为 8.12GW，接近去年全年 8.89GW 的海风招标量。

图表 6.各省“十四五”海风装机规划（不完全统计）

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

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

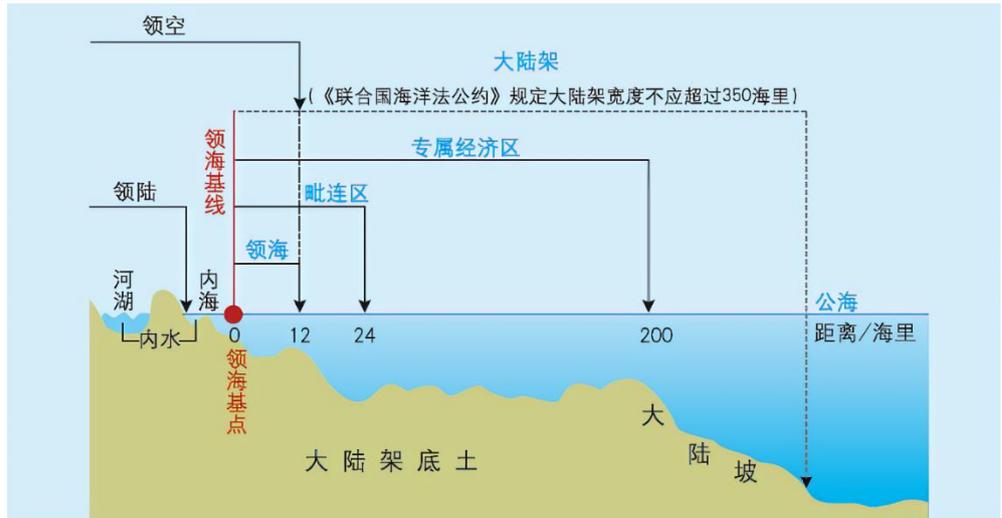
图表 7.2024 年前三季度海风风机及 EPC 招标情况（不完全统计）

招标时间	项目名称	容量（MW）
2024/3/20	华润电力苍南 1#海上风电二期扩建项目	200
2024/3/22	半岛北 L 场址海上风电项目	504
2024/4/3	江苏国信大丰 85 万千瓦海上风电项目	850
2024/4/22	华能玉环 2 号海上风电项目 EPC 总承包工程 108MW 风力发电机组采购项目	108
2024/4/26	中广核新能源广东阳江帆石二 1000MW 海上风电项目	1000
2024/5/9	龙源电力福建 300MW 海上风电项目风力发电机组集中采购招标	300
2024/5/28	华电广东阳江三山岛六 500MW 海上风电	500
2024/7/22	半岛北 K 场址海上风电项目（含塔筒）	504
2024/8/8	山东能源渤中海上风电基地 B1 项目工程 EPC 总承包项目	100
2024/8/13	河北建投祥云岛 250MW 海上风电项目设计施工总承包项目	250
2024/8/13	唐山顺恒祥云岛 250MW 海上风电项目设计施工总承包项目	250
2024/8/20	宁德霞浦海上风电场 B 区项目 EPC 总承包工程	300
2024/8/22	国家能源集团广东公司江门川岛二海上风电 400MW（含钢塔）风力发电机组集中采购公开招标	400
2024/8/25	国华投资珠海高栏一 500MW（含钢塔）风力发电机组集中采购公开招标	500
2024/8/29	嵎泗 3#、4#海上风电场项目 EPC 总承包招标公告	408
2024/9/6	瑞安 1 号海上风电项目风力发电机组（含塔筒、五年整机维护）	146
2024/9/23	莆田平海湾海上风电场 DE 区项目风力发电机组及塔筒设备采购项目	400
2024/9/30	中广核广东江门川岛一 400MW 海上风电场风电机组设备采购	400
2024/9/30	中广核广东阳江三山岛五 500MW 海上风电场风电机组设备采购	500
2024/9/30	中广核广东汕尾红海湾三 500MW 海上风电场风电机组设备采购	500
合计		8120

资料来源：华润集团，龙船风电网，中国电建，中广核电子商务平台，国际风力发电网，华能集团电子商务平台，山东能源招标交易平台，福建省招标中心有限责任公司，国能 e 招，海上风电情报，三峡集团，中银证券

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

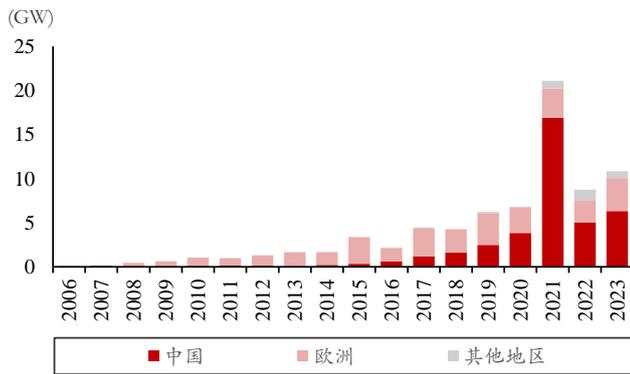
图表 8.我国主张管辖的海域空间结构示意图



资料来源：岳阳市自然资源和规划局，中银证券

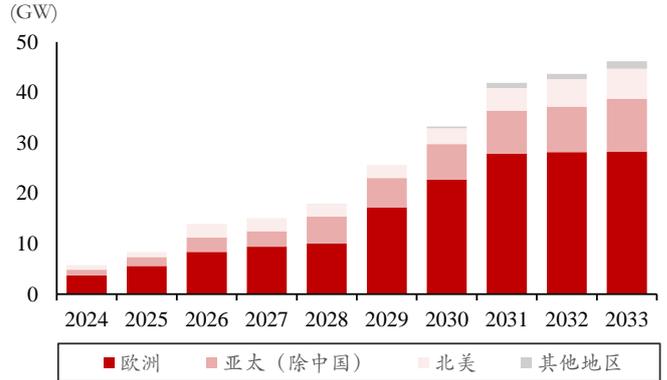
海外海上风电市场空间有望持续提升：伴随全球“脱碳”成为共识，海外市场空间有望提升。具体来说，2023 年 10 月，欧盟委员会发布《欧洲风电行动计划》（European Wind Power Action Plan），该计划提出，为实现欧盟最近在可再生能源指令中提出的“到 2030 年可再生能源占比至少达到 45%”的目标，到 2030 年风电装机应达到 500GW 以上。同时，美国政策环境积极向好，2022 年 8 月拜登签署《2022 年通胀削减法案》，恢复了之前对海上风电的 30% 税收抵免政策，同时开放美国五片领土周围的沿海水域，允许进行海上风电开发，意味着美国海上风电开发有望逐步开始取得实质性进展，打开其向上发展空间。除欧美地区以外，诸多亚太地区国家也提出相关规划或装机刺激政策。例如，越南提出《第八个电力规划》草案，到 2030 年海上风电装机容量将达到 10GW；日本通过《能源基本计划》的修改，提出优先发展可再生能源，计划海上风电装机容量在 2030 年前达到 10GW，2040 年前达到 40GW；印度政府在 2021 年开始实行产能挂钩激励（Production-linked incentive, PLI）计划，并提出在 2030 年前安装完成 30GW 海上风电装机容量的目标。根据 GWEC 预测，到 2033 年，全球除中国市场以外地区新增海风装机需求将达到 46.20GW，对应 2023-2033 年 CAGR 约为 26.17%，市场空间有望稳定增长。

图表 9. 2006-2023 年全球海上风电装机情况



资料来源：GWEC，中银证券

图表 10. GWEC 预测 2024-2033 年海外海上风电装机情况



资料来源：GWEC，中银证券

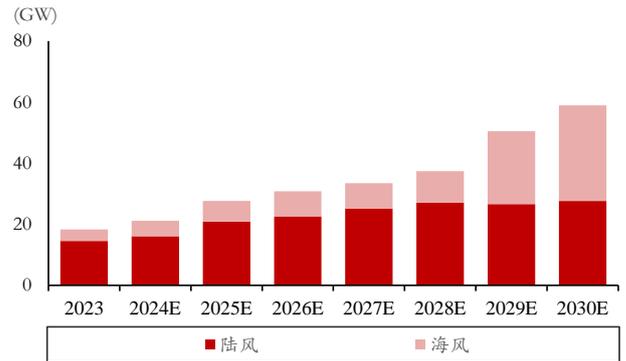
欧洲提高海风规划装机容量：为支持欧洲风电产业发展，欧盟及其主要国家装机规划一再提速，正如前文所述，欧盟委员会发布的《欧洲风电行动计划》要求欧盟必须大幅度提高风力发电的装机容量，预计 2030 年累计装机量须达到 600 GW，为实现这一目标，各国政府也积极采取相应鼓励措施推动风电发展。根据 Wind Europe 的分析，欧洲海风装机有望自 2025 年起进入快速增长阶段，2025-2030 年，欧洲年新增海风装机量有望从 6.7GW 提升至 31.4GW，对应 CAGR 达到 36.20%，快速增长的海风需求有望为我国零部件出海打开市场空间。

图表 11.2014-2023 年欧洲风电装机情况



资料来源: Wind Europe, 中银证券

图表 12.2024-2030 年欧洲风电装机预测

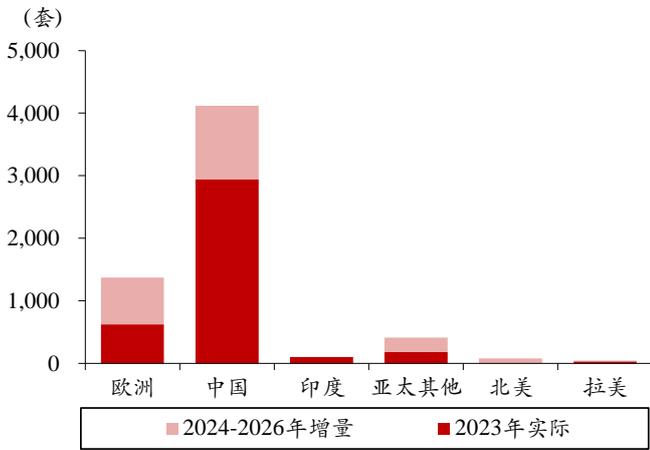


资料来源: Wind Europe, 中银证券

全球水下桩基础、海缆产能区域分化，国内产能或外溢供应全球

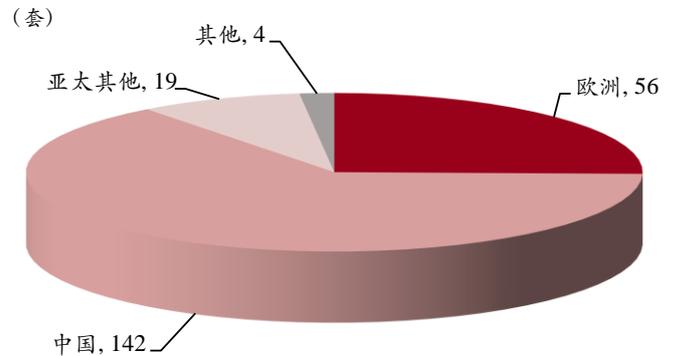
GWEC 判断欧美地区固定式海风桩基础将在 2026 年后出现潜在供给缺口：根据 GWEC 的统计，截至 2023 年，全球海风固定式桩基础产能约为 3,880 套，其中约 76% 的产能集中于中国；2024-2026 年，全球范围内的固定式桩基础产能预计还将增加 2,200 套，基本可以满足到 2030 年前的海风桩基础年需求。然而，若考虑到产能扩张可能存在不确定性，以及不同市场认证、远距离运输带来的跨地区供应难度，GWEC 预测 2026 年开始，以欧洲、北美为代表的多个海外市场可能出现潜在的固定式桩基产能缺口。此外，截至 2023 年底，GWEC 统计全球漂浮式桩基础产能约为 221 套，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

图表 13.2023-2026 年全球固定式桩基供给



资料来源: GWEC, 中银证券

图表 14.2023 年全球漂浮式桩基供给



资料来源: GWEC, 中银证券

图表 15.2022-2030 年全球固定式桩基需求预测

(单位: 套)

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

资料来源: GWEC, 中银证券

注: 深粉色底色标注部分为 GWEC 预测可能潜在供不应求情况的年份

图表 16.2022-2030 年全球漂浮式桩基需求预测

(单位: 套)

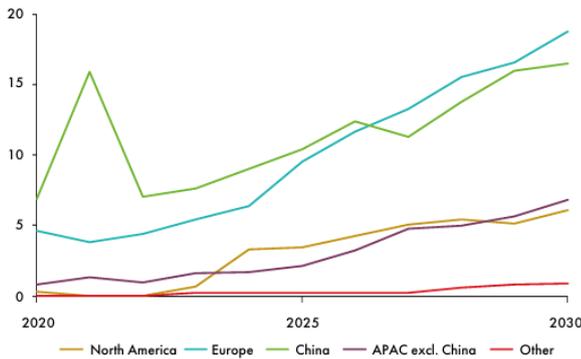
	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
欧洲	7	11	7	8	26	29	50	130	182
中国	1	2		25	40	40			
印度									
亚太其他			8		11	32	57	75	77
北美			1	1				12	32
拉美									
非洲中东									
合计	8	13	16	34	77	101	107	217	291

资料来源: GWEC, 中银证券

注: 深粉色底色标注部分为 GWEC 预测可能潜在供不应求情况的年份

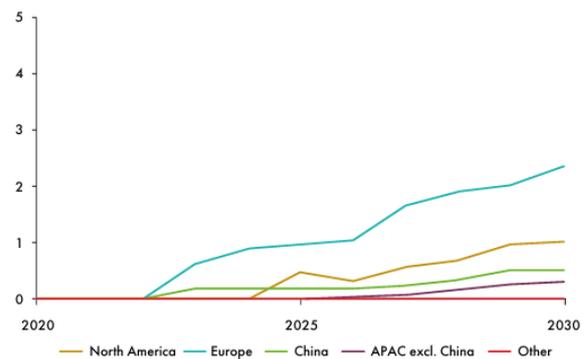
中国海缆产能规模全球领先, 未来有望外溢供应全球市场: 根据 GWEC 的预测, 2023-2030 年, 全球海缆公里数需求有望实现约 18% 的年均复合增速, 其对应价值量有望实现 15% 的年均复合增速。同时, 伴随需求的较快增长, 全球海缆的产需分布也将会逐步分化。中国在经历了 2021 年的海风抢装潮后, 形成了全球领先的海缆产能规模, 同时其远期海风发展潜力较大, 推动企业持续扩产, 后续国内产能或有望外溢供应至全球产能短缺的各个地区。

图表 17.2020-2030 年中高压海风海缆需求 (千公里)



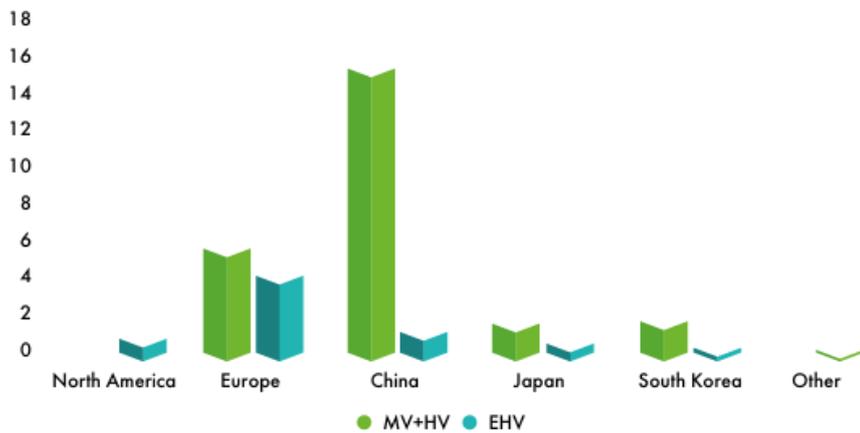
资料来源: GWEC, 中银证券

图表 18.2020-2030 年超高压海风海缆需求 (千公里)



资料来源: GWEC, 中银证券

图表 19.2023 年海缆产能 (千公里)



资料来源: 国家能源局, 中电联, 中银证券

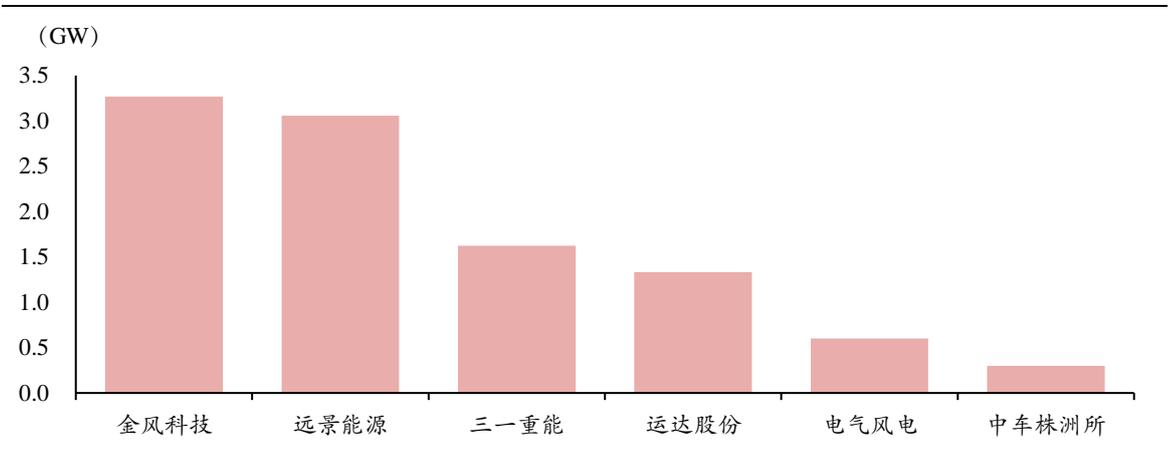
国内整机及零部件厂商出海认可度逐步提升，海外订单量有所提升：随着国内风电产能快速扩张、技术成熟度持续提升，我国整机及零部件厂商在海外市场获取订单的能力也有所改善。大金重工作为风电塔筒龙头企业，陆续公开披露近 10 亿欧元的欧洲海风订单；东方电缆、中天科技等海缆厂商亦已开始东南亚、欧洲等地区批量获得海外市场订单；根据每日风电的不完全统计，2024 年 1-10 月，我国风电整机商累计已获得 10.18GW 的国际项目订单。我们认为，国内零部件厂在产品研发技术、生产质量等方面逐渐获欧洲等主流海上风电业主的认可；而整机产品也凭借价格优势逐步打开新兴市场；出海需求或成为国内供应商第二增长曲线。

图表 20.国内海风企业海外订单中标情况（不完全统计）

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

资料来源：大金重工公告，中天科技公告，东方电缆公告，中银证券

图表 21.2024 年 1-10 月国内整机厂海外中标情况



资料来源：每日风电，中银证券

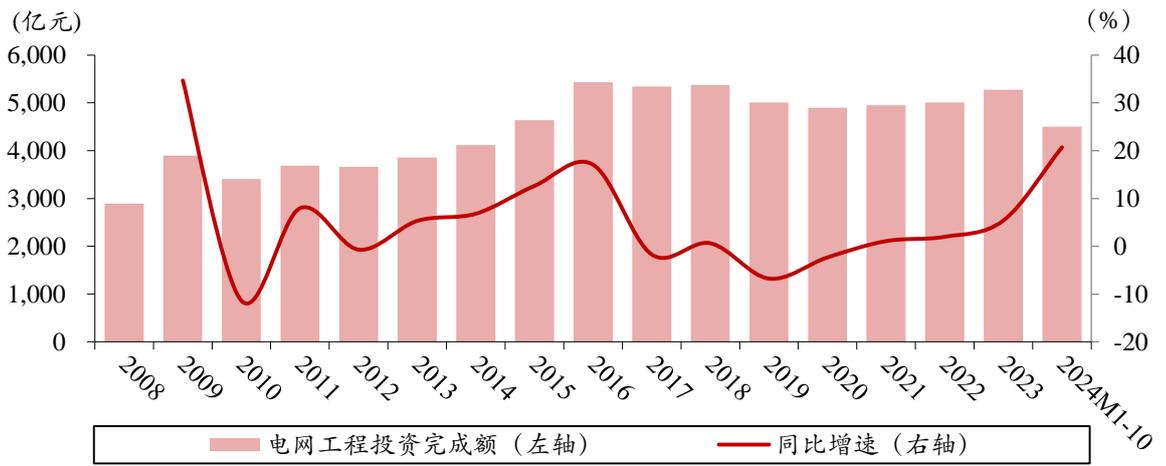
电力设备：国内主网投资高景气，海外出口需求旺盛

国内主网投资高景气度有望延续

国网投资额稳健增长，特高压项目加速审批与开工带动主网设备环节受益

电网工程投资额稳中有增，近两年增速较快：2015-2023年，我国年均电网工程投资额基本维持在4,500-5,500亿元的区间内，CAGR约为1.62%。2023年，伴随主网投资建设的高景气度，我国电网工程投资完成额达到5,275亿元，同比增长5.40%，同比增速达到近七年高点；2024年1-10月，我国电网工程投资完成额达到4,502亿元，同比增长20.70%，行业高景气度延续。

图表 22.2008-2024 年 1-10 月电网工程投资完成额



资料来源：中国电力企业联合会，iFinD，中银证券

特高压项目储备丰富，板块高景气度有望延续：2024年5月28日，国家能源局发布《关于做好新能源消纳工作 保障新能源高质量发展的通知》（下称“文件”），明确提出要加快推进新能源配套电网项目建设，加快推动一批新能源配套电网项目纳规，每年按权限对已纳入规划的新能源配套电网项目建立项目清单，在确保安全的前提下加快推进前期、核准和建设；同时，根据文件附件，2024年年内将开工“2交3直”特高压线路，分别为阿坝-成都东、大同-天津南、陕北-安徽、蒙西-京津冀、甘肃-浙江项目。此外，在预计2025年开工的项目中，藏东南-粤港澳、巴丹吉林-四川、疆电-川渝均为柔性直流工程。

图表 23.2023-2024 年特高压输电项目核准情况

名称	类型	电压(kV)	线路长度(km)	投资金额(亿元)	核准时间
2023 年核准线路情况					
陇东-山东	直流	±800	926.4	202	2023 年 2 月
宁夏-湖南	直流	±800	1,619	281	2023 年 5 月
哈密-重庆	直流	±800	2,290	286	2023 年 7 月
2024 年核准线路情况					
阿坝-成都东	交流	1000	372	145	2024 年 1 月
陕北-安徽	直流	±800	1,070	205	2024 年 2 月
甘肃-浙江	直流	±800	2370	353	2024 年 7 月
大同-怀来-天津北-天津南	交流	1000	1540	225	2024 年 9 月

资料来源：人民网，中新网，新华网，宁夏发改委，四川发改委，证券时报，中银证券

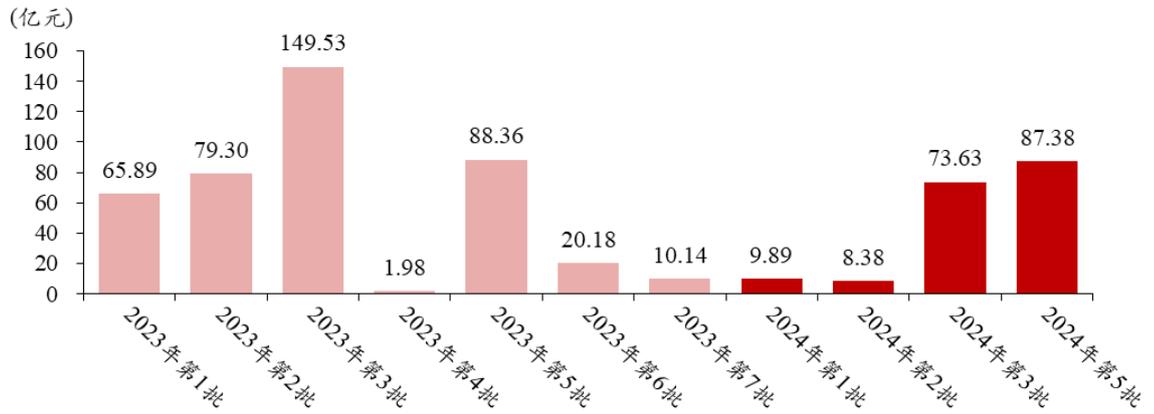
图表 24.2023-2024 年特高压输电项目开工情况

名称	类型	电压(kV)	线路长度(km)	投资金额(亿元)	开工时间
2023 年开工线路情况					
金上-湖北	直流	±800	1,784	335	2023 年 2 月
陇东-山东	直流	±800	926	202	2023 年 3 月
宁夏-湖南	直流	±800	1,619	281	2023 年 6 月
哈密-重庆	直流	±800	2,290	286	2023 年 8 月
张北-胜利	交流	1000	366	68	2023 年 8 月
2024 年开工线路情况					
陕北-安徽	直流	±800	1,069	205	2024 年 3 月
蒙西-京津冀	直流	±800	699	/	/
甘肃-浙江	直流	±800	2,370	353	2024 年 7 月
阿坝-成都东	交流	1000	743.4	145	2024 年 7 月
大同-怀来-天津北-天津南	交流	1000	1,540	225	/

资料来源：新华网，四川发改委，国家能源局，中银证券

2024 年特高压设备累计已招标 179.29 亿元：2024 年国网已发布五批次的特高压设备招标，累计规模达到 179.29 亿元。2024 年计划开工建设的“2 交 3 直”项目中，目前蒙西-京津冀、大同-怀来-天津北-天津南特高压交流工程仍在等待开工。我们预期，2024 年特高压线路有望开工 4-5 条，开工条数相比去年基本持平，但由于低价质量的交流线路占比略高，全年特高压设备招标金额可能低于去年全年。

图表 25.2023-2024 年特高压设备各批次中标金额



资料来源：Data 电力，中银证券

柔直规模化应用在即，关注价值量与份额提升的环节

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

图表 26.常规直流与柔性直流输电对比

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

资料来源: 商业新知, 中银证券

柔性直流输电技术进入大规模应用阶段: 进入 2023 年以来, 特高压加快对柔性直流技术的应用。2023 年国网可研招标中已经明确甘肃-浙江、蒙西-京津冀两条线路将采用柔性直流技术, 我们预计项目有望在 2024-2025 年开工; 此外, 2024 年以来, 国网还陆续完成新疆-川渝、甘肃-四川两条柔直线路的可研招标, 标志着柔直技术进入大规模应用阶段。

图表 27.柔直特高压项目可研招标情况

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

资料来源: 国家电网新一代电子商务平台, 中银证券

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

图表 28.柔性直流与常规直流换流阀价值量对比

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

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

海内外需求共振，拉动电力设备出海向好

全球各国陆续公布电网投资计划

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

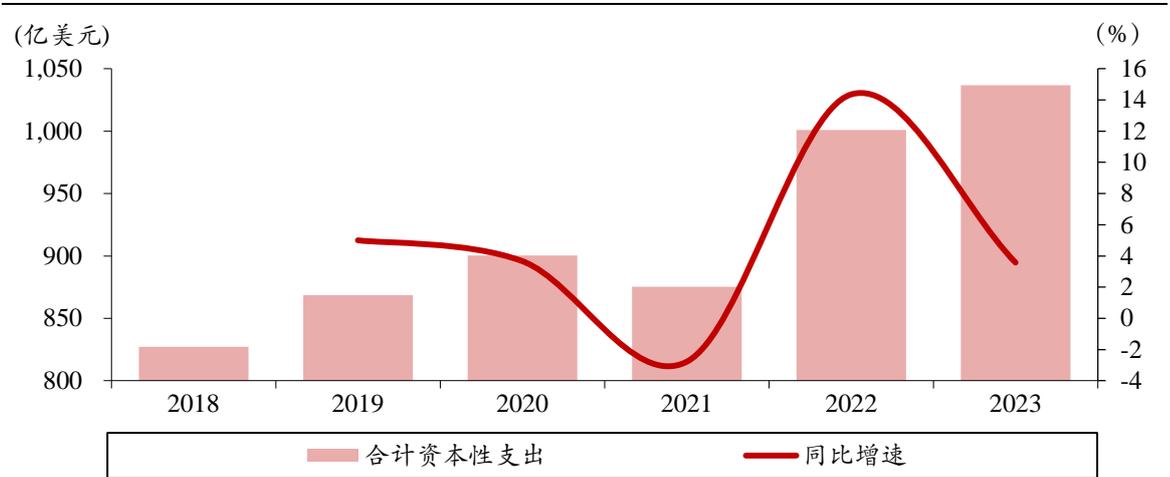
图表 29.部分国家和地区电网投资规划

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

资料来源：IEA，经济日报，腾讯新闻，中银证券

海外公用事业公司资本开支及电力设备企业订单持续增长：为响应电网建设的需求，海外亦持续加强对电力体系的资本开支。从需求端来看，我们选取 GICS 电力公用事业IV成分股（剔除部分年份无数据的标的），可以观察到2018-2023年其合计资本开支整体呈现增长态势，CAGR为4.63%；进入2022年后，其增速进一步提高，2021-2023年CAGR达到8.84%。

图表 30.2018-2023 年 GICS 电力公用事业IV成分股资本开支情况



资料来源：iFinD，中银证券

注：本图表剔除了部分年份无数据的标的

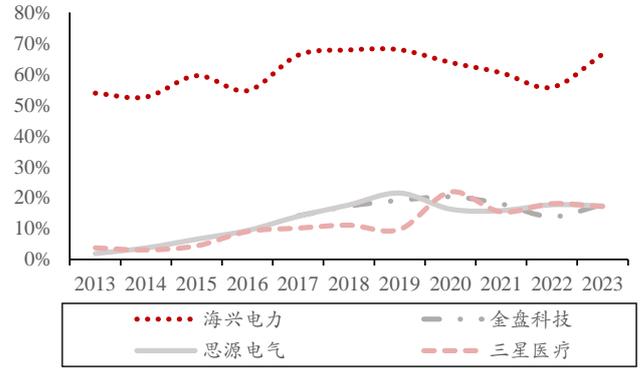
海关出口数据与企业收入结构持续验证出海逻辑：在海外需求向好的背景下，国内以变压器、电表为代表的电力设备厂商出口亦呈现出较快增长态势。根据海关总署统计数据，我国电表及变压器出口额在2023-2024年间波动上升。2024年1-9月，我国变压器累计出口额达到332.05亿元，同比增长27.34%，9月单月出口金额环比增长7.54%；电表2024年1-9月累计出口额则达到83.58亿元，同比增长10.06%。同时，以海兴电力、金盘科技、思源电气、三星医疗为代表的上市公司财报数据也显示，电力设备企业的海外收入占比正逐步提升，为行业注入增长动力。

图表 31.2023-2024 年电表、变压器海关出口数据



资料来源：海关总署，中银证券

图表 32.2013-2023 年电表及变电器企业海外收入占比



资料来源：iFinD，中银证券

投资建议

风电方面，国内海陆风招标及建设有望稳步推进。2025 年国内风电装机有望超过 100GW，需求向好或带动整机与零部件环节的盈利修复；国内海风项目的招标已逐步开始放量，2025 年海风装机有望高速增长；以欧洲为代表的海外海风有望从 2025 年起进入快速增长阶段，长期来看，海外需求或接棒国内需求，带动风电产业链出货持续增长。推荐盈利有望改善的整机及锻铸件环节，兼具海风、海外双重逻辑的塔筒桩基与海缆环节，以及存在渗透率提升逻辑的国产化与新技术环节。推荐大金重工、天顺风能、海力风电*、泰胜风能*、三一重能、运达股份、金风科技、金雷股份、盘古智能、日月股份，建议关注东方电缆、中天科技、亨通光电、起帆电缆、禾望电气、中际联合、天能重工、宝胜股份、广大特材、崇德科技、长盛轴承、明阳智能。

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

风险提示

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

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

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

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

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

投资增速下滑：电力投资（包括电源投资与电网投资）决定了新能源发电板块、电力设备板块的行业需求；若电力投资增速下滑，将对两大板块造成负面影响。

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

附录图表 33.报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2023A	2024E	2023A	2024E	
002531.SZ	天顺风能	买入	8.97	161.18	0.44	0.53	20.27	16.92	5.03
301155.SZ	海力风电	买入	62.64	136.17	(0.41)	1.40	/	44.74	25.14
300129.SZ	泰胜风能	买入	7.83	73.20	0.31	0.57	25.03	13.74	4.70
600406.SH	国电南瑞	买入	24.91	2000.98	0.89	1.00	27.85	24.91	5.60
688676.SH	金盘科技	买入	32.11	146.88	1.10	1.42	29.11	22.61	9.37
002487.SZ	大金重工	增持	22.74	145.02	0.67	0.95	34.11	23.94	11.10
300443.SZ	金雷股份	增持	24.55	78.59	1.29	1.26	19.09	19.48	18.93
301456.SZ	盘古智能	增持	26.84	39.88	0.75	0.71	36.02	37.80	14.37
603218.SH	日月股份	增持	13.05	134.51	0.47	0.63	27.93	20.71	9.71
688349.SH	三一重能	增持	33.85	415.14	1.64	1.89	20.69	17.91	10.26
300772.SZ	运达股份	增持	14.62	102.60	0.59	0.97	24.77	15.07	7.80
002202.SZ	金风科技	增持	10.83	424.61	0.32	0.47	34.38	23.04	8.69
002270.SZ	华明装备	增持	17.12	153.43	0.61	0.71	28.29	24.11	3.18
603556.SH	海兴电力	增持	37.59	183.70	2.01	2.48	18.70	15.16	14.08
603606.SH	东方电缆	未有评级	56.85	390.97	1.45	1.84	39.10	30.91	10.05
600522.SH	中天科技	未有评级	15.77	538.22	0.91	0.99	17.27	15.99	10.21
600487.SH	亨通光电	未有评级	17.74	437.60	0.87	1.14	20.32	15.53	11.54
605222.SH	起帆电缆	未有评级	16.59	69.37	1.01	1.33	16.39	12.47	10.84
603063.SH	禾望电气	未有评级	19.90	88.20	1.13	1.04	17.56	19.10	9.26
605305.SH	中际联合	未有评级	28.73	61.06	0.97	1.56	29.52	18.43	11.78
300569.SZ	天能重工	未有评级	5.43	55.53	0.25	0.55	22.08	9.87	5.35
600973.SH	宝胜股份	未有评级	4.43	60.75	0.02	0.18	195.82	24.61	2.79
688186.SH	广大特材	未有评级	17.45	37.39	0.51	0.55	34.23	31.73	15.60
301548.SZ	崇德科技	未有评级	49.19	42.80	1.16	1.37	42.29	35.82	16.77
300718.SZ	长盛轴承	未有评级	22.09	66.00	0.81	0.90	27.25	24.49	5.24
601615.SH	明阳智能	未有评级	14.06	319.39	0.16	0.79	85.75	17.88	11.90
301291.SZ	明阳电气	未有评级	42.29	132.03	1.59	2.07	26.52	20.47	14.24
600312.SH	平高电气	未有评级	18.49	250.89	0.60	0.88	30.76	20.91	7.54
601179.SH	中国西电	未有评级	7.72	395.72	0.17	0.24	44.70	32.40	4.23
002028.SZ	思源电气	未有评级	75.57	586.65	2.01	2.66	37.63	28.44	15.16
603097.SH	江苏华辰	未有评级	23.44	37.50	0.76	0.96	30.87	24.42	6.20
601126.SH	四方股份	未有评级	17.30	144.18	0.75	0.88	22.99	19.64	5.30
600131.SH	国网信通	未有评级	22.48	270.16	0.69	0.78	32.62	28.75	5.31
301179.SZ	泽宇智能	未有评级	18.95	63.57	0.76	0.96	24.80	19.74	7.02
000400.SZ	许继电气	未有评级	27.07	275.81	0.99	1.22	27.43	22.22	10.94

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 股价截止日 2024 年 12 月 10 日, 未有评级公司盈利预测来自 iFinD 一致预期

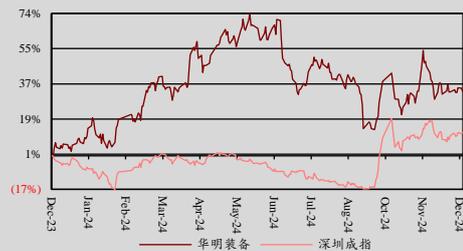
002270.SZ

增持

市场价格:人民币 17.12

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	20.0	(8.8)	(0.8)	32.3
相对深圳成指	5.0	(5.7)	(34.7)	19.1

发行股数(百万)	896.23
流通股(百万)	759.22
总市值(人民币 百万)	15,343.38
3个月日均交易额(人民币 百万)	226.50
主要股东	
上海华明电力设备集团有限公司	28.25

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以2024年12月10日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电力设备: 电网设备

证券分析师: 许怡然

yiran.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300524030001

证券分析师: 武佳雄

jiaxiong.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523070001

华明装备

国内分接开关领军者, 拓展高端及海外市场

公司是变压器分接开关领域的龙头企业, 凭借其产品质量与成本管控方面的优势, 公司主业电力设备板块毛利率长期维持在近60%的较高水平, 2021年公司市占率亦达到国内第一水平。后续有望持续受益于国内外电网投资加速带来的需求提升, 同时高端产品市场以及海外市场的拓展亦为公司后续业务规模带来增长空间, 首次覆盖给予增持评级。

支撑评级的要点

- 领先分接开关制造商, 进军超高压及国际市场:** 华明电力装备股份有限公司(下称“华明装备”或“公司”)成立于1995年, 公司核心业务包括变压器分接开关的研发、生产、销售和全生命周期的运维检修, 同时还涉及新能源电站EPC和成套数控设备业务。2023年, 公司实现收入19.61亿元, 实现业绩5.42亿元。
- 分接开关产品需求与变压器市场空间挂钩:** 公司主要产品为有载及无励磁分接开关, 是变压器的关键核心组件, 其在整个变压器价值量中占比约为5%-10%。全球电网改造升级推动变压器市场增长, 分接开关需求随之受益, 我们预计2024年全球分接开关市场空间约为31亿美元, 到2032年则有望增长至54亿美元。
- 生产优势突出, 成长空间广阔:** 公司在技术与成本方面具备显著优势, 有望助力其市占率持续提升。技术上, 公司拥有超过300项分接开关相关技术专利, 主持或参与起草、制定及修订了多项国家及行业标准; 成本上, 公司具备80%的零部件自产能力, 并通过自主设计提高机械强度、生产效率, 有效降低了生产成本, 夯实行业地位。
- 真空、特高压等高端应用场景下的分接开关为后续拓展方向, 打开成长空间:** 2021年华明装备在国内市占率已经达到90%, 但公司在2022年全球出货占比仅约30%, 仍有向上空间。我们认为公司后续主要拓展方向包括海外市场、真空有载分接开关产品、特高压市场等高端应用场景。2024年6月, 公司批量化销售合同项下特高压产品均完成交付, 标志着公司产品在特高压领域正式进入批量化应用的阶段, 是公司于国内特高压和高端市场突破的重大进展, 为后续进一步扩大市场份额、增强品牌影响力和提升行业竞争力奠定了基础。

估值

- 当前股本下, 我们对公司2024-2026年预测每股收益分别为0.71/0.86/1.01元, 对应市盈率24.0/20.0/17.0倍, 首次覆盖给予增持评级。

评级面临的主要风险

- 投资增速下滑、国际贸易摩擦风险、汇率波动风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	1,712	1,961	2,478	2,848	3,216
增长率(%)	11.7	14.6	26.4	14.9	12.9
EBITDA(人民币 百万)	502	1,416	866	1,037	1,192
归母净利润(人民币 百万)	359	542	640	769	905
增长率(%)	(13.8)	50.9	18.1	20.0	17.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.40	0.61	0.71	0.86	1.01
市盈率(倍)	42.7	28.3	24.0	20.0	17.0
市净率(倍)	4.6	4.6	4.5	4.3	4.1
EV/EBITDA(倍)	13.0	8.5	17.2	14.4	12.5
每股股息(人民币)	0.3	0.6	0.6	0.7	0.8
股息率(%)	3.9	3.9	3.8	4.0	4.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

领先分接开关制造商，进军超高压及国际市场

分接开关龙头企业：华明电力装备股份有限公司（下称“华明装备”或“公司”）成立于1995年，主要生产有载分接开关，1998年开始实现产品的直接出口，1999年通过兼并收购进入变电站高压开关生产领域。2015年，公司完成资产重组，借壳法因数控于深交所上市；2019年，公司完成对国内最大竞争对手贵州长征电气有限公司的收购，进一步确立了头部市场地位。2023年，公司与客户签订特高压产品批量化销售合同，逐步提高国内超高压及特高压市场占有率。公司持续丰富产品线并开拓下游区域市场，目前，公司核心业务包括变压器分接开关的研发、生产、销售和全生命周期的运维检修，同时还涉及新能源电站 EPC 和成套数控设备业务。

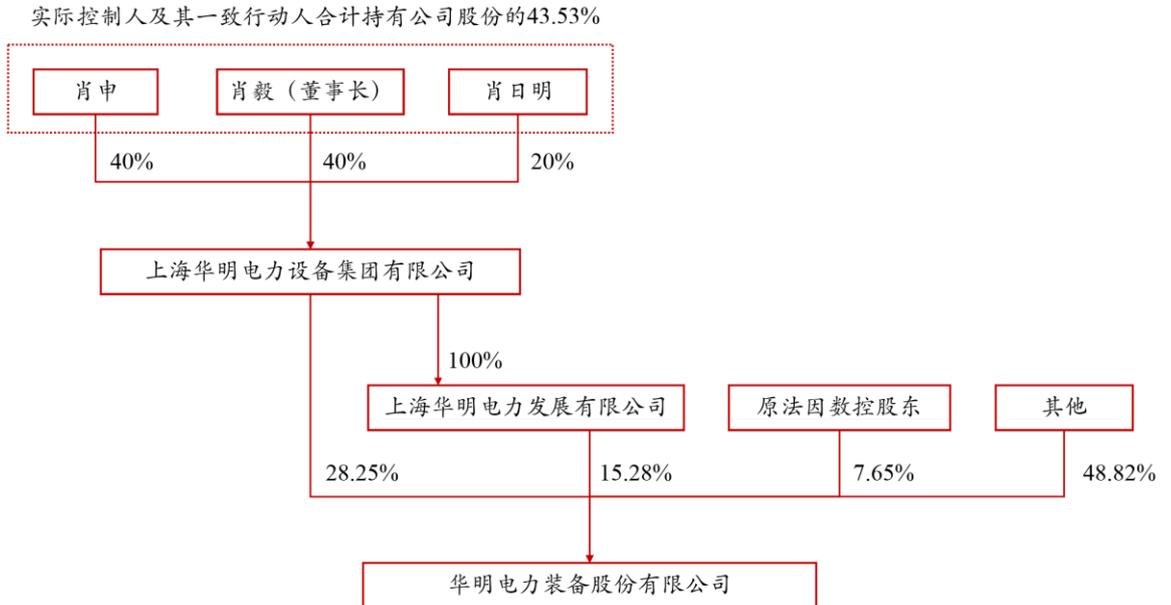
图表 34. 华明装备发展历史



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

肖日明先生及其家属为实际控制人，股权结构稳定清晰：截至2024年9月30日，公司创始人肖日明及其子肖毅、肖申为公司实际控制人及一致行动人，通过上海华明电力设备集团有限公司合计持有华明装备43.53%股份。公司实际控制人持股比例较高，股权结构稳定。

图表 35. 华明装备股权结构图（截至2024年9月30日）



资料来源：公司公告，中银证券

陆维力总经理行业经验丰富，管理团队技术实力强劲：从公司管理团队来看，公司管理层多为技术出身，总经理陆维力先生曾就职于多家国内外头部电力设备企业，行业经验丰富，且具备国际视野；副总经理杨建琴女士曾任华明公司副总工程师、CNAS 检测中心主任总工程师。此外，财务总监雷纯立先生、董事会秘书具备较长时间的财务、投资等相关经历，管理经验丰富。我们认为，公司管理团队技术实力强劲，有望引领公司稳步前行。

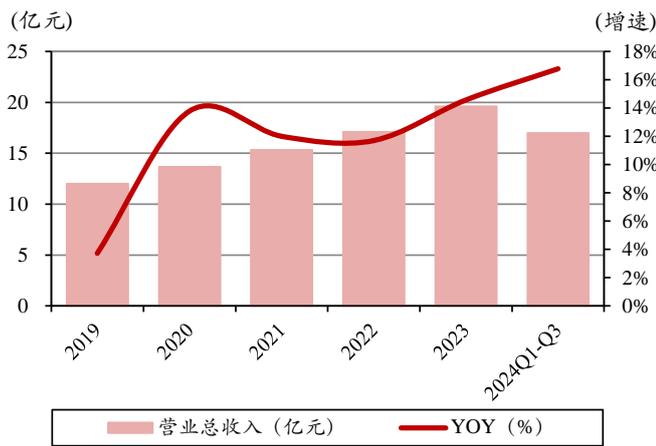
图表 36. 华明装备高管背景

姓名	职务	背景
陆维力	总经理	曾任中国广核集团有限公司网站常规岛主系统质量主管；ABB 发电业务区域销售经理；阿尔斯通气体绝缘高压开关中国区总经理；阿尔斯通大中国区销售和业务发展总经理；通用电气电网业务数字化业务总经理等职位
杨建琴	副总经理	曾任华明公司技术员、技术副总、副总工程师；CNAS 检测中心主任、生产副总、总工程师
雷纯立	财务总监	曾任永昌积水复合材料有限公司成本会计、分公司财务主管；积水（上海）环境科技有限公司财务科长
夏海晶	董事会秘书	曾任国金创新投资有限公司机构业务部主持工作；国金鼎兴投资有限公司资本市场部高级投资经理；2017 年至今担任华明电力装备股份有限公司投资部部长

资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

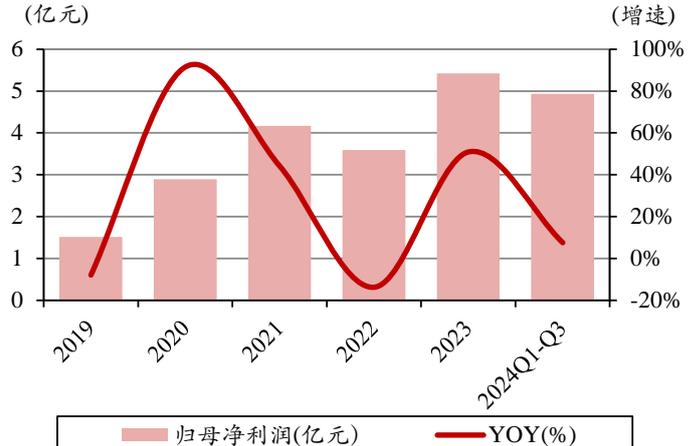
营业收入快速增长，盈利能力保持在较高水平：2019-2023 年，公司营业收入从 12.03 亿元增长至 19.61 亿元，年均复合增速为 13.01%；归母净利润从 1.51 亿元增长至 5.42 亿元，年均复合增速为 37.67%。2024 年前三季度公司实现营业收入 16.99 亿元，同比增长 16.78%，实现归母净利润 4.94 亿元，同比增长 7.52%。近年来，公司收入与利润整体保持着良好的增长态势，仅 2022 年归母净利润同比下降 13.79%，主要是 2021 年公司出售巴西电力项目带来非经常性收益约 2.8 亿元，导致 2022 年公司业绩基数较高。2019-2024Q3，公司的销售毛利率基本维持在 50% 上下，盈利能力居于较高水平。在收入结构上，电力设备业务占 2023 年总营收 82.87%，是公司收入与业绩的主要来源；同时，从区域市场来看，公司的国外业务收入占比波动上升，2023 年、2024 年上半年国外业务收入分别达到 2.74 亿元、1.46 亿元，收入占比分别为 13.99%、12.99%。

图表 37. 2019-2024Q3 华明装备收入情况



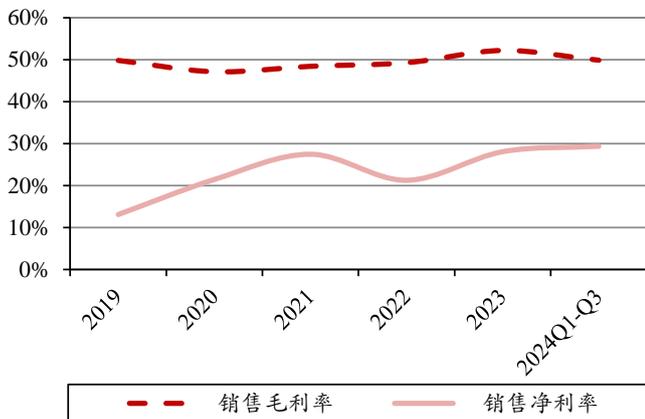
资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

图表 38. 2019-2024Q3 华明装备归母净利润情况



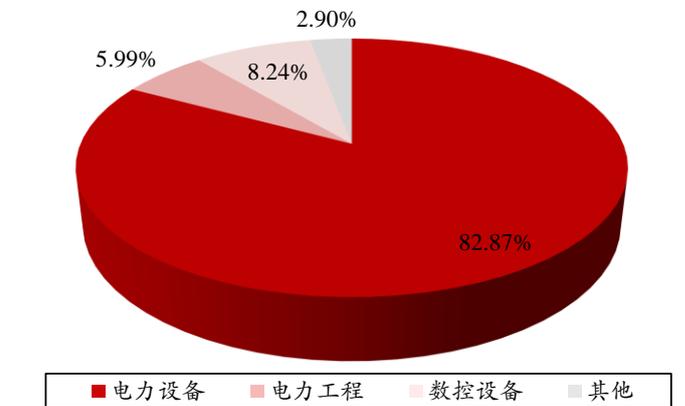
资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

图表 39. 2019-2024Q3 华明装备盈利能力



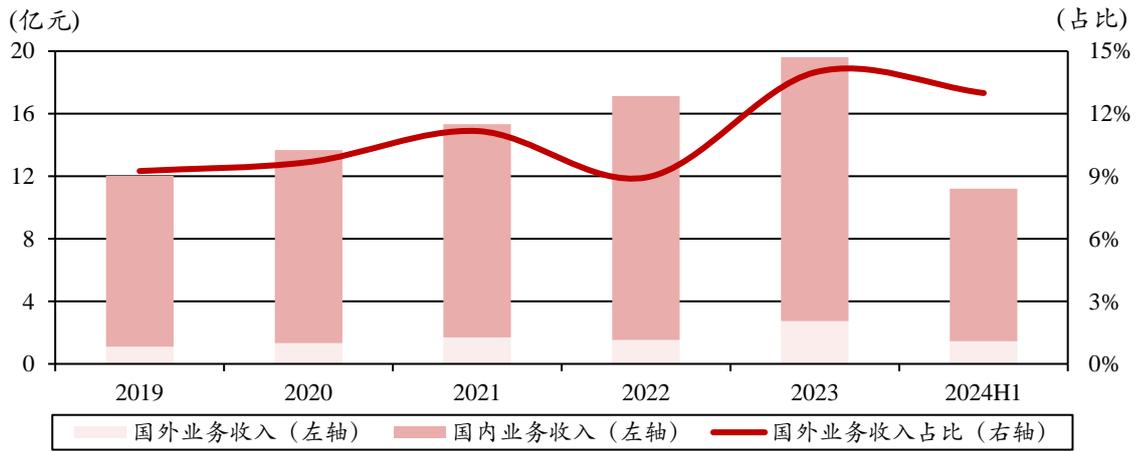
资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

图表 40. 2023 年华明装备收入结构



资料来源：公司年报，中银证券

图表 41.2019-2024H1 华明装备海内外收入情况

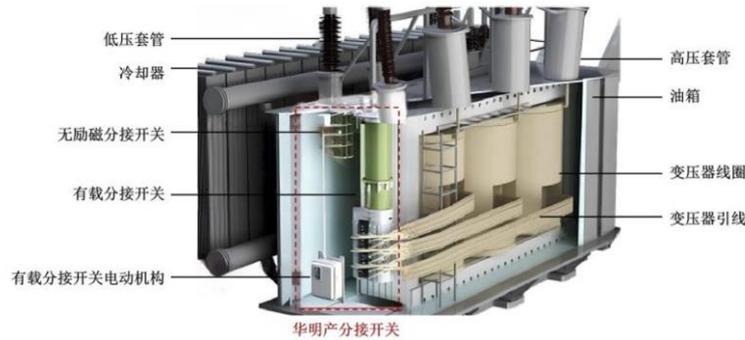


资料来源：公司公告，中银证券

下游市场规模扩大，推动公司业绩提升

公司主要产品为有载及无励磁分接开关，是变压器的关键核心组件：分接开关是变压器的关键核心组件，又称变压器绕组的抽头变换装置，即在变压器绕组的的不同部位设置分接抽头，通过调换分接抽头的位置，改变其变压器绕组的匝数，最终实现对电压的调整。根据国际电工委员会（IEC）标准和中国国家标准强制性规定，35kV 以上的电力变压器必须安装调压分接开关。

图表 42.变压器分接开关示意图



资料来源：公司年报，中银证券

有载分接开关产品技术要求相对较高：变压器分接开关又分为有载分接开关和无励磁分接开关。其中，有载分接开关能在不中断负载电流的情况下，变换变压器的分接接口，从而调节变压器输出电，其调整范围大，调压速度快，且具备随时可调性，技术要求相对较高。而无励磁分接开关则只能在不带电的前提下切换调压，即在变压器一、二次侧都脱离电源的情况下，变换变压器的高压侧分接头来改变绕组的匝数比进行调压，适用于电压调节需求不高的场合。由于技术门槛较低，无励磁分接开关的市场竞争相对激烈。

图表 43.公司电力设备主要产品及规格型号

电力设备	主要产品或服务	主要产品规格和型号
有载分接开关	埋入式油中熄弧有载分接开关	CMD、CM、CV、ZMD、ZV、ZM、SY、ZZ、CF
	埋入式真空有载分接开关	SHZV、VCM、CHVT、VCME、SDZV、VCV、ZVM、ZVMD、ZVV、ZVD
	干式有载分接开关	CZ、CVT
	外挂式真空有载分接开关	HWFV、HWDK、HWV
其他设备	包括分接开关电动机、分接开关控制器、有载分接开关滤油机等	
无励磁分接开关		笼型、鼓型、条形

资料来源：公司年报，中银证券

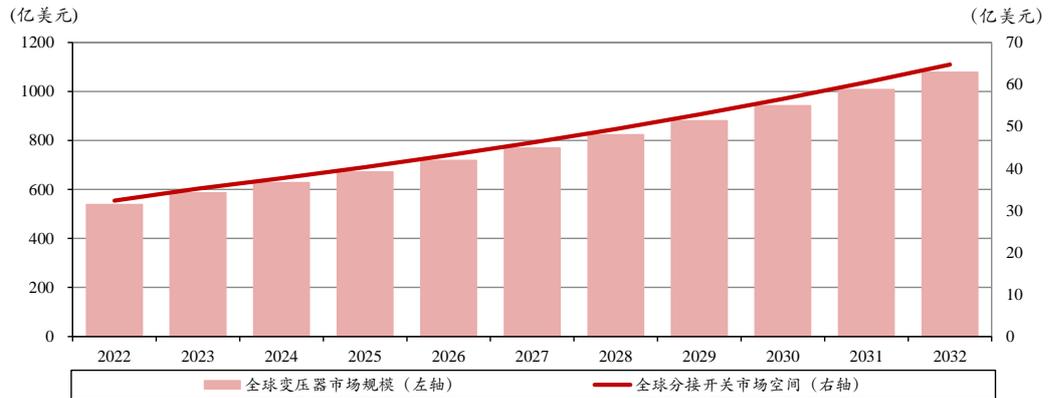
图表 44.分接开关的应用领域

应用领域	变压器类型	应用场景
电网系统内	换流	直、交流转换，通常用于高压、特高压输电领域 用于降压的变电站，通常用于区域性电网系统 电压等级通常降低，用于局部配电网 电抗器
	降压	
	配电	
	调抗	
电网系统外	升压	用于光伏、风电、风光大基地等发电企业，提高电压并入主网
	降压	用于工业园区、企业自备电站、高耗能企业的降压
	其他变压器	用于炼钢的电炉变、铁路用牵引变、整流变等特殊工业调压

资料来源：公司公告，中银证券

全球电网改造升级推动变压器市场增长，分接开关需求随之受益：国内来看，伴随全球新能源装机容量的快速增长，配电网扩容等问题亟待解决；欧美地区，由于电网建设发展较早，老化设备亦带来较大规模的更换需求。此外，基础设施建设、数据中心建设以及跨国电网互联等多重因素也对电力电网投资提出了更大的需求，推动变压器市场空间提升。根据 GMI 的统计及预测，2023 年全球各应用领域变压器总规模约为 587 亿美元，2024-2032 年全球变压器市场有望实现约 7% 的 CAGR。考虑到分接开关在整个变压器价值量中占比约为 5%-10%，我们预计 2024 年全球分接开关市场空间约为 31 亿美元，到 2032 年则有望增长至 54 亿美元。

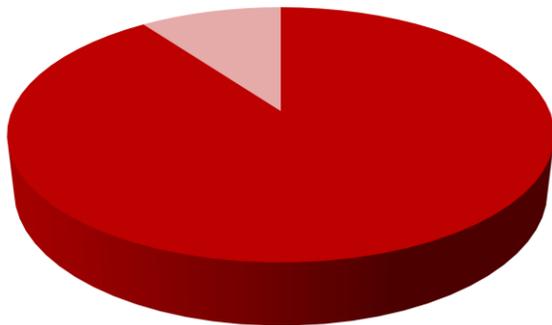
图表 45.2022-2032 年变压器、分接开关市场规模及预测



资料来源：GMI，中银证券

公司国内市占率达 90%，高端市场与海外市场仍有拓展空间：公司完成对友商贵州长征电气有限公司的并购后，2021 年已实现国内出货量第一、全球出货量第二，在国内 500kV 及以下的分接开关市场竞争中处于稳定的领先地位。但公司在 2022 年全球出货占比仅约 30%，仍有向上空间。与此同时，由于公司在 500kV 特高压分接开关市场上起步较晚，国内也仍以进口产品为主，自 2021 年公司首台配套 1000kV 特高压变压器无励磁分接开关完成交付后，公司的特高压产品和订单逐步增加，2024 年收到来自印尼的 500kV 的真空有载分接开关订单，打破了超、特高压分接开关市场被国外品牌垄断的局面，市占率或进一步提升。

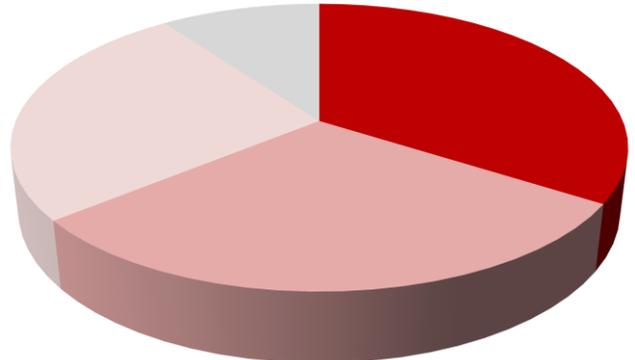
图表 46.2021 年国内分接开关市场格局



■ 华明装备 ■ 其他

资料来源：公司官网，中银证券

图表 47.2022 年全球分接开关市场格局



■ MR ■ 华明装备 ■ ABB ■ 其他

资料来源：newschannelnebraska，公司公告，MR 官网，中银证券

生产优势突出，成长空间广阔

公司具备 80% 的零部件自产能力，成本优势有望助力市占率持续提升：我们认为，公司在技术与成本方面具备显著优势。技术上，公司拥有超过 300 项分接开关相关技术专利，主持或参与起草、制定及修订了多项国家及行业标准。成本上，公司在收购长征电气后，对上海及长征电气两地的全产业链生产基地、销售渠道、产业链进行升级整合，一方面扩充了产能规模，凭借规模效应逐步带动销售费用率下降至 10% 以下；另一方面，公司配备了基材采购、基材锻造、零件数控加工、成品智能组装等全产业链生产能力，80% 的零部件是自主加工完成，并通过自主设计提高机械强度、生产效率，有效降低了生产成本，夯实行业地位。相对于海外的主要竞争者，公司具备成本优势，有望在后续的竞争中抢占更多的市场份额。

图表 48. 华明装备具备全产业链的生产能力



资料来源：公司年报，中银证券

真空、特高压分接开关为后续拓展方向，打开成长空间：真空有载分接开关与传统的油浸分接开关设计相比，维护频率明显降低，分接开关油中不会形成电弧且无需滤油机，具备高可靠性、长寿命和环保特性的优点，真空有载分接开关占比提升是全球市场的长期趋势。目前公司出口以真空开关为主，具备发展潜力。2024 年 6 月，公司批量化销售合同项下特高压产品均完成交付，标志着公司产品在特高压领域正式进入批量化应用的阶段，是公司于国内特高压和高端市场突破的重大进展，为后续进一步扩大市场份额、增强品牌影响力和提升行业竞争力奠定了基础。

图表 49. 公司参与的特高压项目

应用项目	公司产品
山西晋北扩建工程	WDLII-2400/126-10×9(D) 钟-侧面电动 (配套 1000kV 特高压变压器无励磁分接开关)
“±500kV 溪洛渡直流输电工程”从西换流站	SHZVII-1300/72.5D-14271W 换流变分接开关
陇东-山东±800 千伏特高压直流工程	换流变 CHVT 型真空有载调压分接开关

资料来源：公司季报，金融界，中国能源新闻网，中银证券

盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 受益于变压器需求的持续稳健增长，以及公司在高端产品、海外市场的渗透率逐步提升，我们预计公司 2024-2026 年电力设备业务收入持续较快增长。同时，由于行业竞争格局相对集中，且高端产品盈利能力较强，其占比提升或带动公司毛利率稳中有增。
- 2) 公司电力工程业务涉及新能源电站的承包、设计施工和运维，该业务的供应商亦是公司分接开关产品的客户，因此两个业务板块之间存在协同作用。凭借相对稳定的战略合作关系，我们预计 2024-2026 年公司电力工程业务保持持续增长，毛利率平稳；2024 年该板块收入受到项目交付节奏影响增长较快，后续增速有望趋于平稳。
- 3) 数控机床作为公司非主要业务，我们预计未来保持平稳发展。

图表 50. 华明装备营业收入与毛利率预测

	2024E	2025E	2026E
电力设备			
收入（百万元）	1,896.35	2,201.97	2,497.13
同比增长(%)	16.69	16.12	13.40
毛利率(%)	59.19	59.28	59.69
电力工程			
收入（百万元）	352.53	405.41	466.22
同比增长(%)	200.00	15.00	15.00
毛利率(%)	7.50	7.50	7.50
数控设备			
收入（百万元）	169.69	178.17	187.08
同比增长(%)	5.00	5.00	5.00
毛利率(%)	18.00	19.00	19.00
其他			
收入（百万元）	59.76	62.75	65.89
同比增长(%)	5.00	5.00	5.00
毛利率(%)	55.00	55.00	55.00
营业收入合计（百万元）			
	2,478.33	2,848.30	3,216.32
同比增长(%)	26.37	14.93	12.92
综合毛利率(%)			
	48.91	49.29	49.66

资料来源：公司公告，万得，中银证券

盈利预测：我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 24.78 亿元、28.48 亿元、32.16 亿元，分别同比增长 26.37%、14.93%、12.92%；归属于上市公司股东的净利润分别为 6.40 亿元、7.69 亿元、9.05 亿元，分别同比增长 18.08%、20.05%、17.72%；在当前股本下，每股收益分别为 0.71 元、0.86 元、1.01 元。

相对估值：公司作为变压器零部件龙头，下游需求与电网建设以及变压器需求密切相关。我们选取电力设备领域头部标的许继电气、中国西电，以及变压器标的思源电气、江苏华辰作为可比公司进行估值比较，根据 2024 年 12 月 10 日收盘价计算，公司 2023-2025 年对应市盈率分别为 28.29、23.96、19.96 倍，低于行业平均，同时考虑到公司竞争格局与盈利能力更优，我们认为其估值仍有向上提升空间。

图表 51. 华明装备可比上市公司估值比较

证券简称	证券代码	最新股价 (元)	流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)	评级
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
许继电气	000400.SZ	27.07	272.95	275.81	0.75	1.22	1.61	35.95	22.22	16.83	2.43	未有评级
中国西电	601179.SH	7.72	395.72	395.72	0.17	0.24	0.34	44.70	32.40	22.71	1.81	未有评级
思源电气	002028.SZ	75.57	456.99	586.65	1.59	2.66	3.29	47.68	28.44	22.95	4.99	未有评级
江苏华辰	603097.SH	23.44	9.38	37.50	0.57	0.96	1.32	41.09	24.42	17.76	3.78	未有评级
行业平均值								42.36	26.87	20.06	3.25	
华明装备	002270.SZ	17.12	129.98	153.43	0.61	0.71	0.86	28.29	23.96	19.96	4.96	增持

资料来源: iFinD, 中银证券

注 1: 股价与市值截止日 2024 年 12 月 10 日, 未有评级公司盈利预测来自 iFinD 一致预期

注 2: 市净率均由上市公司最新一期净资产计算得出

投资建议: 公司是变压器分接开关领域的龙头企业, 凭借其产品质量与成本管控方面的优势, 公司主业电力设备板块毛利率长期维持在近 60% 的较高水平, 2021 年公司市占率亦达到国内第一水平。后续有望持续受益于国内外电网投资加速带来的需求提升, 同时高端产品市场以及海外市场的拓展亦为公司后续业务规模带来增长空间。首次覆盖给予**增持**评级。

风险提示

投资增速下滑: 电力投资 (包括电源投资与电网投资) 决定了新能源发电板块、电力设备板块的行业需求; 若电力投资增速下滑, 将对两大板块造成负面影响。

国际贸易摩擦风险: 对海外市场的出口是公司收入的重要组成部分, 如后续国际贸易摩擦超预期升级, 或对企业的销售规模和业绩产生不利影响。

汇率波动风险: 由于海外业务涉及不同货币交易, 外汇波动可能影响公司的盈利能力。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,712	1,961	2,478	2,848	3,216
营业收入	1,712	1,961	2,478	2,848	3,216
营业成本	868	937	1,266	1,444	1,619
营业税金及附加	27	31	40	46	51
销售费用	200	212	223	228	241
管理费用	131	136	149	157	161
研发费用	69	78	92	100	106
财务费用	9	(11)	(7)	(1)	0
其他收益	2	4	5	5	5
资产减值损失	(19)	(3)	(5)	(10)	(10)
信用减值损失	11	27	20	20	20
资产处置收益	0	(2)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动收益	0	7	5	5	5
投资收益	4	11	5	5	5
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	407	622	741	895	1,058
营业外收入	22	27	30	30	30
营业外支出	10	3	5	5	5
利润总额	419	646	766	920	1,083
所得税	55	95	113	136	160
净利润	364	551	654	785	924
少数股东损益	4	8	13	16	18
归母净利润	359	542	640	769	905
EBITDA	502	1,416	866	1,037	1,192
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.40	0.61	0.71	0.86	1.01

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,888	2,984	3,761	4,101	4,606
货币资金	1,012	1,055	1,363	1,567	1,608
应收账款	526	426	538	570	681
应收票据	261	233	249	305	320
存货	306	365	542	493	667
预付账款	51	97	103	126	130
合同资产	41	43	70	59	86
其他流动资产	691	764	896	981	1,112
非流动资产	1,563	1,535	1,491	1,440	1,395
长期投资	166	211	211	211	211
固定资产	774	865	885	880	862
无形资产	213	161	149	136	123
其他长期资产	409	298	247	213	199
资产合计	4,450	4,518	5,252	5,540	6,000
流动负债	762	741	1,362	1,405	1,628
短期借款	100	60	425	516	486
应付账款	187	187	319	258	389
其他流动负债	474	493	618	630	753
非流动负债	350	415	442	518	555
长期借款	260	220	300	350	400
其他长期负债	89	194	142	168	155
负债合计	1,111	1,155	1,803	1,923	2,183
股本	227	227	227	227	227
少数股东权益	5	13	26	41	60
归属母公司股东权益	3,334	3,350	3,423	3,576	3,757
负债和股东权益合计	4,450	4,518	5,252	5,540	6,000

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	364	551	654	785	924
折旧摊销	93	825	142	152	145
营运资金变动	146	(49)	(207)	(180)	(205)
其他	(106)	(706)	(76)	26	(21)
经营活动现金流	496	622	512	783	842
资本支出	(69)	(63)	(100)	(100)	(100)
投资变动	(177)	72	0	0	0
其他	66	(2)	0	0	0
投资活动现金流	(180)	6	(100)	(100)	(100)
银行借款	(233)	(80)	444	141	20
股权融资	131	(434)	(568)	(615)	(724)
其他	73	(113)	20	(5)	4
筹资活动现金流	(28)	(628)	(104)	(480)	(700)
净现金流	288	1	308	203	42

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	11.7	14.6	26.4	14.9	12.9
营业利润增长率(%)	(20.6)	52.9	19.2	20.7	18.2
归属于母公司净利润增长率(%)	(13.8)	50.9	18.1	20.0	17.7
息税前利润增长率(%)	50.7	44.2	22.6	22.1	18.5
息税折旧前利润增长率(%)	38.4	181.9	(38.8)	19.7	15.0
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(13.8)	50.9	18.1	20.0	17.7
获利能力					
息税前利润率(%)	23.9	30.1	29.2	31.0	32.6
营业利润率(%)	23.8	31.7	29.9	31.4	32.9
毛利率(%)	49.3	52.2	48.9	49.3	49.7
归母净利润率(%)	21.0	27.7	25.8	27.0	28.1
ROE(%)	10.8	16.2	18.7	21.5	24.1
ROIC(%)	12.0	18.2	20.4	23.6	26.2
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
净负债权益比	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
流动比率	3.8	4.0	2.8	2.9	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	3.4	4.1	5.1	5.1	5.1
应付账款周转率	10.5	10.5	9.8	9.9	9.9
费用率					
销售费用率(%)	11.7	10.8	9.0	8.0	7.5
管理费用率(%)	7.6	6.9	6.0	5.5	5.0
研发费用率(%)	4.0	4.0	3.7	3.5	3.3
财务费用率(%)	0.5	(0.6)	(0.3)	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.6	0.7	0.9	1.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	0.7	0.6	0.9	0.9
每股净资产(最新摊薄)	3.7	3.7	3.8	4.0	4.2
每股股息	0.3	0.6	0.6	0.7	0.8
估值比率					
P/E(最新摊薄)	42.7	28.3	24.0	20.0	17.0
P/B(最新摊薄)	4.6	4.6	4.5	4.3	4.1
EV/EBITDA	13.0	8.5	17.2	14.4	12.5
价格/现金流(倍)	30.9	24.7	29.9	19.6	18.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

603556.SH

增持

市场价格:人民币 37.59

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	29.2	(3.7)	(15.4)	42.8
相对上证综指	13.6	(2.9)	(40.1)	27.5

发行股数(百万)	488.68
流通股(百万)	488.68
总市值(人民币 百万)	18,369.63
3个月日均交易额(人民币 百万)	209.96
主要股东	
浙江海兴控股集团有限公司	49.05

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以2024年12月10日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电力设备: 电网设备

证券分析师: 许怡然

yiran.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300524030001

证券分析师: 武佳雄

jiaxiong.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523070001

海兴电力

立足智能配用电解决方案, 全球化布局拓展

公司是智能电表出海企业, 一方面受益于国内智能电表的替换周期, 另一方面也凭借其全球化布局, 在海外市场的拿单与销售中具备优势。后续公司有望持续受益于国内外电网投资加速带来的需求提升, 同时智能配电、新能源等多元业务也为公司远期增长带来空间。首次覆盖给予增持评级。

支撑评级的要点

- 聚焦于能源转型, 为全球电力客户提供智能产品和配用电解决方案:** 杭州海兴电力科技股份有限公司(下称“海兴电力”或“公司”)前身成立于1992年, 主要从事电力计量仪表的研发、生产和销售。经过在智能配用电技术领域的长期积累, 公司智能用电系列产品已较为齐全, 并将拥有的电力自动化核心技术应用到配网产品领域, 后续又拓展进入新能源产品及系统集成领域。当前, 公司在海外业务覆盖超过100个国家和地区, 为全球电力客户提供智能产品和配用电解决方案。2023年, 公司实现收入42.00亿元, 实现业绩9.82亿元。
- 智能配用电技术成熟, 布局全球打开公司天花板:** 公司针对国内智能电网建设需求, 可提供AMI智能表、智能预付费表、关口表等高精度计量设备; 同时还面向美标市场开发了符合ANSI标准的圆表系列产品, 满足海外市场的准入标准与多元化产品需求。因此, 在国内市场, 受益于电表更换周期下国网招标量的较快提升, 公司有望保持市占率基本稳定, 并实现国内出货的稳健增长; 在海外市场, 在政策促进电网升级改造的背景下, 公司亦有望凭借其全球化布局, 持续获取增量订单。
- 配网需求向好, 打开后续增长空间:** 公司在配网等其他业务方向上亦有布局, 而智能配网作为“十四五”电网建设的重点方向之一, 在国网、南网投资占比中有望分别达到54%、48%。我们认为, 公司配网业务板块也将受益于电网投资的加速, 其收入有望稳中向好。

估值

- 当前股本下, 我们对公司2024-2026年预测每股收益分别为2.48/2.98/3.41元, 对应市盈率15.1/12.6/11.0倍; 首次覆盖给予增持评级。

评级面临的主要风险

- 投资增速下滑、智能电表换代进度不及预期、国际贸易摩擦风险、海外市场开拓进度不及预期、汇率波动风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	3,310	4,200	5,081	5,969	6,776
增长率(%)	23.0	26.9	21.0	17.5	13.5
EBITDA(人民币 百万)	560	1,686	1,291	1,544	1,762
归母净利润(人民币 百万)	664	982	1,213	1,457	1,665
增长率(%)	111.7	47.9	23.5	20.1	14.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.36	2.01	2.48	2.98	3.41
市盈率(倍)	27.7	18.7	15.1	12.6	11.0
市净率(倍)	3.1	2.8	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA(倍)	8.2	5.7	10.5	8.4	7.4
每股股息(人民币)	0.7	1.1	1.4	2.4	2.7
股息率(%)	4.0	3.8	3.6	6.3	7.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

聚焦于能源转型，为全球电力客户提供智能产品和配用电解决方案

聚焦新型电力系统的发展趋势，为全球电力客户提供智能产品和配用电解决方案：杭州海兴电力科技股份有限公司（下称“海兴电力”或“公司”）前身成立于1992年，主要从事电力计量仪表的研发、生产和销售。经过在智能配用电技术领域的长期积累，公司智能用电系列产品已较为齐全，并将拥有的电力自动化核心技术应用到配网产品领域，后续又拓展进入新能源产品及系统集成领域。当前，公司在海外业务覆盖超过100个国家和地区，为全球电力客户提供智能产品和配用电解决方案。

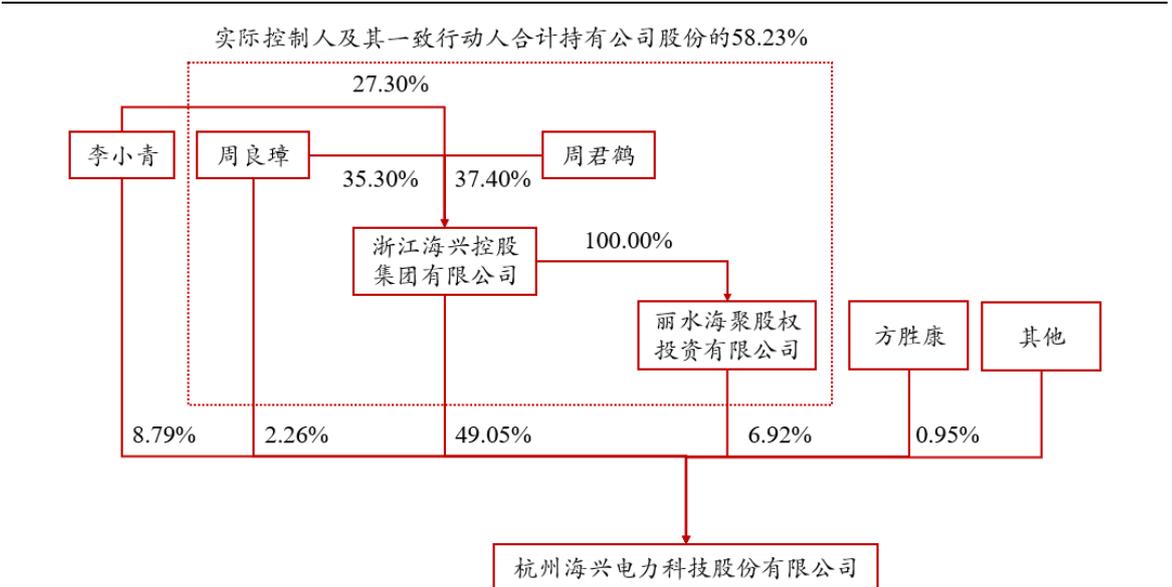
图表 52.海兴电力发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

周良璋先生为实际控制人，公司股权结构稳定：海兴电力为浙江杭州的私营企业，董事长周良璋及其一致行动人合计持有公司过半股份，股权结构稳定清晰。截至2024年9月30日，公司创始人兼董事长周良璋先生直接持有公司2.26%的股份，间接持有公司19.76%的股份，为公司的实际控制人；其前妻李小青女士为公司副董事长，直接持有公司8.79%的股份，间接持有公司15.28%的股份；其子周君鹤间接持有公司20.93%的股份。与此同时，公司注重股权激励与员工持股，2017年曾实施股权激励计划。我们认为，上述措施将有利于激发员工创造性与积极性、增强公司的内部活力和竞争力。

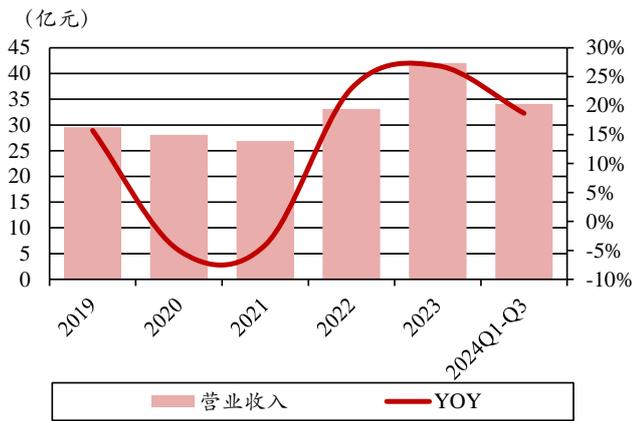
图表 53.海兴电力股权结构图（截至2024年9月30日）



资料来源：公司公告，中银证券

全球化布局，营业收入与归母净利润稳步增长：拆分 2023 年公司收入结构来看，智能用电相关业务贡献公司主要收入，智能用电产品及系统占到公司总收入的 85.58%，智能配电产品及系统贡献公司收入的 9.66%，新能源产品及其他贡献公司收入的 4.76%；受益于全球化的布局，境外市场为公司贡献一半以上的收入。2019-2023 年，公司整体营业收入从 29.54 亿元增长至 42.00 亿元，年均复合增速为 9.20%；2024 年前三季度，公司实现营业收入 34.10 亿元，同比增长 18.69%，收入规模基本维持稳定增长态势，仅 2020-2021 年受到公共卫生安全事件冲击较大。同时，公司 2019-2023 年的归母净利润则从 5.00 亿元增长至 9.82 亿元，年均复合增速达到了 18.37%；2024 年前三季度公司实现归母净利润 7.91 亿元，同比增长 18.34%。而从盈利能力角度来看，2019-2023 年公司整体盈利能力与收入规模基本同步变动，伴随收入的稳步提升，公司近期盈利能力亦受益于规模效应，逐步提升。

图表 54.2019-2024Q3 海兴电力收入情况



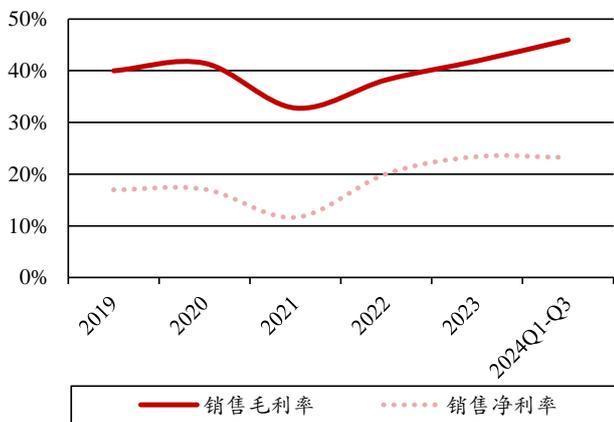
资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

图表 55.2019-2024Q3 海兴电力归母净利润情况



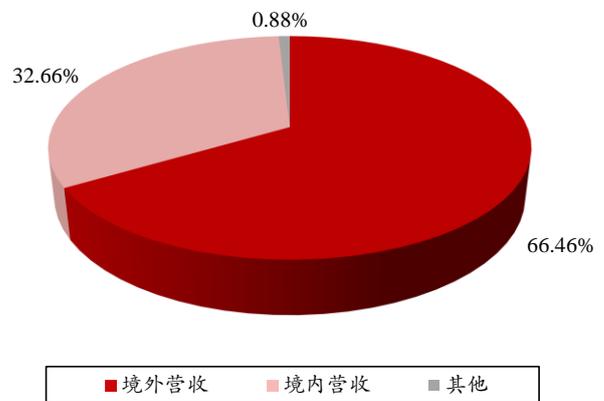
资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

图表 56.2019-2024Q3 海兴电力盈利能力



资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

图表 57.2023 年海兴电力收入占比



资料来源：公司年报，中银证券

智能用电技术成熟，布局全球打开公司天花板

核心电表产品多样先进，软件及解决方案满足全球多元化需求：公司智能用电产品及系统包括智能电能表、智能用电终端、智能网关、智能集中计量表箱、通信产品、大数据采集和监测系统软件、大数据管理和分析挖掘系统软件、计费系统软件、软件运营运维服务等。针对国内智能电网建设需求，公司可提供 AMI 智能表、智能预付费表、关口表等高精度计量设备；同时公司还面向美标市场开发了符合 ANSI 标准的圆表系列产品，满足海外市场的准入标准与多元化产品需求。

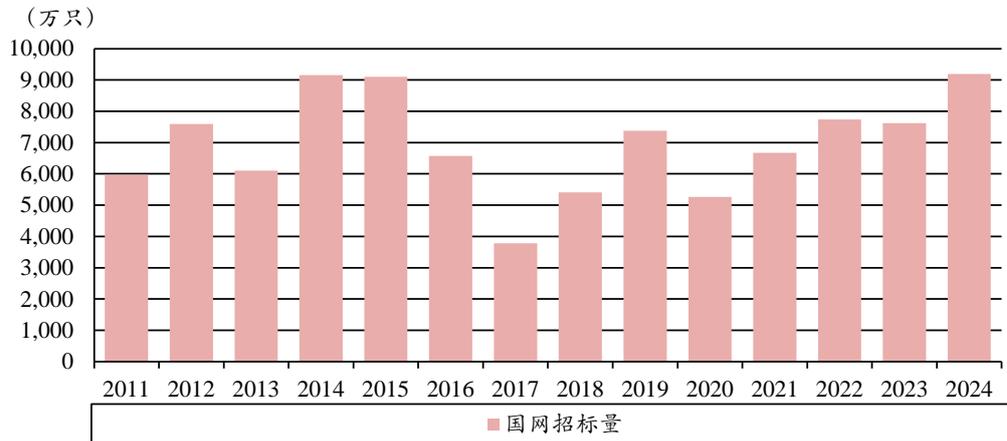
图表 58.公司智能用电板块主要产品

产品类型	产品介绍
AMI 智能表	AMI 智能表是智能电网的核心资产，不仅能够准确计量用电信息，还能实时监测电能质量参数。海兴智能电表集成灵活的通信技术，支持互联互通，支持不同通信环境的应用；支持远程数据上传，生成准确的账单；支持远程拉合闸，降低电力公司运营成本，实现需求侧管理；支持远程固件升级和费率下发，给电力公司的运维提供更多的便利；此外，智能电表帮助终端用户实时查看到详尽的用电信息，有助于用户更好的管理用电行为，减少用电支出，促进节能减排。
智能预付费表	预付费电表实现“先缴费，后用电”，是减少电力公司坏账行之有效的措施。海兴作为中国首家获得 STS 认证的公司，提供不同类型的预付费表，满足不同国家、不同类型客户的费控要求。主要的产品类型包含：预付费键盘表、智能预付费表，分体式导轨表等。其中的智能预付费表集成了智能表和预付费的功能，远程数据采集为预付费用户提供了准确的用电记录信息，也为电力公司提供日度、月度的用电信息报表。
关口表	海兴高精度表精度等级为 0.2 级，专用于发电站计量，变电站关口计量，馈线及边界计量。为电力交易、跨区域账目管理以及区域净用电量计量提供准确的电能量数据，精确的电能质量监测为整个电网的可视化提供可靠的数据来源。
ANSI 圆表	海兴面向美标市场开发了符合 ANSI 标准的圆表系列产品，其中包含单相普通圆表，单相智能圆表。智能圆表系列集成灵活的通信技术，支持互联互通，支持不同通信环境的应用；支持远程数据上传，生成准确的账单；支持远程拉合闸，降低电力公司运营成本，实现需求侧管理；支持远程固件升级和费率下发，给电力公司的运维提供更多的便利；此外，智能电表帮助终端用户实时查看到详尽的用电信息，有助于用户更好的管理用电行为，减少用电支出，促进节能减排。

资料来源：公司官网，中银证券

电能表更换周期下，招标量较快提升：2011 年我国开始大规模采用智能电表替换传统电表，电表行业进入成长周期，公司智能板块营业收入体量亦在这一时期迈上新台阶。2018 年前后，我国基本实现智能电表的全面覆盖，导致行业招标量有所下行；但由于智能电表寿命约为 10 年，2020 年以来，随着第一批智能电表出现更换需求，新一轮电表增长周期到来，公司收入体量亦有望随之上行。

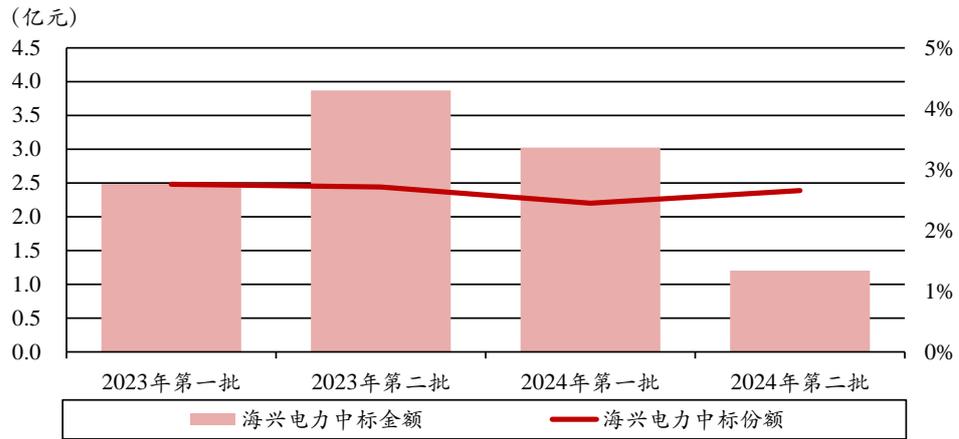
图表 59.国网智能电表招标量



资料来源：国家电网电子商务平台，中国仪器仪表行业协会，中银证券

海兴电力市占率相对稳定：公司智能电表业务在国内的销售量基本与我国电网对智能电表产品的招标量呈正相关关系。近两年来，公司在国网招标中的市占率基本稳定在 2.5% 上下，中标排名也维持在前十名左右。由于智能电表类产品在国家电网中的整体格局相对分散，公司已属于业内头部企业。

图表 60.海兴电力国网中标金额与市场份额



资料来源：中国仪器仪表行业协会，中银证券

海外政策促进市场空间提升：得益于发达国家的更新换代需求，以及新兴市场的渗透率提升，海外智能配用电市场呈现出强劲的发展势头。2023年11月，欧盟委员会提出《电网行动计划》，拟在2030年前投入5840亿欧元，用于检修、改善和升级欧洲电网及其相关设施；而根据美国国会预算办公室（US Congressional Budget Office）的估计，2022年提出的《通货膨胀削减法案》和2021年提出的《基础设施投资和就业法案》将在2022-2031年间为输电项目提供超过4300亿美元的总支持；其他国家亦有相应电网投资规划提出，助力电网的建设与改造，带动相关电力设备需求提升。

图表 61.部分国家和地区电网投资规划

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

资料来源：IEA，经济日报，腾讯新闻，中银证券

公司深耕海外市场多年，布局全球：公司深耕海外市场多年，逐渐形成行业领先的全球化布局，在海外已设有7大生产基地，其中巴西、印尼、南非、欧洲生产基地为公司全资工厂，巴基斯坦、孟加拉、肯尼亚为海外合资工厂，产品覆盖超过100个国家和地区。我们认为，全球化的产能与服务布局为海兴电力的海外订单获取提供了强有力支撑。同时，公司还在继续推进全球化、本地化部署，坚持“一国一策”的市场竞争策略，稳步推进在欧洲、拉美洲、非洲新的本地化经营实体的基础设施建设落地，今年欧洲工厂成功试产后，公司墨西哥工厂的建设还在有序推进，非洲新合资工厂建设规划也已启动。我们认为，公司本土化布局的延申有望逐步增强公司在全球市场的竞争力。

图表 62.海兴电力全球化布局情况

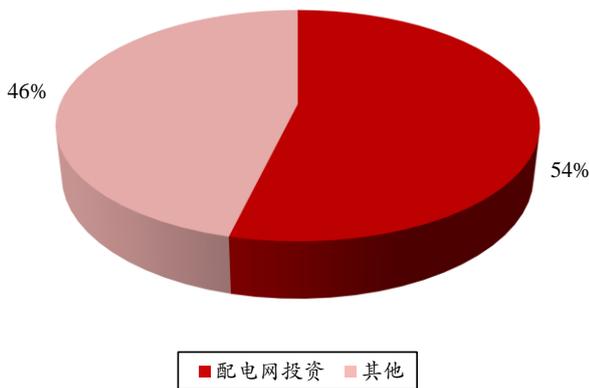


资料来源：公司官网，中银证券

配网需求向好，打开多元化增长空间

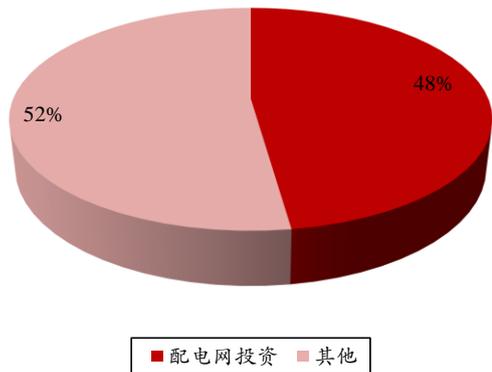
智能配网为“十四五”建设重中之重，打开公司盈利增长空间：2022年3月22日，国家发展改革委、国家能源局印发《“十四五”现代能源体系规划》，对于十四五电网建设进行了明确部署。规划指出，积极发展智能配电网、主动配电网、智能微电网、柔性直流电网等，创新电网结构形态和运行模式。“十四五”期间，国网和南网的计划投资近3万亿元，其中，国家电网在“十四五”配电网建设中投资超过1.2万亿元，占比约54%；南方电网将配电网建设列入“十四五”工作重点，规划投资达到3200亿元在智能配电网领域，占比约48%。我们认为，公司配网业务板块也将受益于电网投资的加速，其收入有望稳中向好。

图表 63.国网“十四五”配电网投资占比



资料来源：China Power，经济观察网，中银证券

图表 64.南网“十四五”配电网投资占比



资料来源：广东省人民政府，中银证券

盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 智能用电板块有望受益于国内外电能表智能化改造升级的趋势，收入持续较快增长，同时考虑到公司积极拓展全球化布局，后续伴随高盈利能力的海外市场收入占比的提升，板块毛利率也有望小幅增长。
- 2) 智能配电业务在行业层面受到政策推动，同时公司进入该业务较晚，收入基数仍然较小，其收入有望实现快速增长，盈利能力有望维持稳定。
- 3) 新能源业务随新能源装机较快增长，同时盈利能力有望维持稳定。

图表 65.海兴电力营业收入与毛利率预测

	2024E	2025E	2026E
智能用电			
收入 (百万元)	4,299.44	4,955.54	5,505.60
同比增长	19.60%	15.26%	11.10%
毛利率	45.00%	46.00%	46.50%
智能配电			
收入 (百万元)	547.80	728.58	934.40
同比增长	35.00%	33.00%	28.25%
毛利率	36.50%	36.50%	36.50%
新能源产品			
收入 (百万元)	195.34	244.18	293.01
同比增长(%)	20.00%	25.00%	20.00%
毛利率(%)	11.00%	11.00%	11.00%
其他			
收入 (百万元)	38.78	40.72	42.75
同比增长(%)	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	50.00%	50.00%	50.00%
营业收入合计 (百万元)	5,081.37	5,969.01	6,775.77
同比增长(%)	20.97%	17.47%	13.52%
综合毛利率(%)	42.81%	43.44%	43.61%

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

盈利预测: 我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 50.81 亿元、59.69 亿元、67.76 亿元, 分别同比增长 20.97%、17.47%、13.52%; 归属于上市公司股东的净利润分别为 12.13 亿元、14.57 亿元、16.65 亿元, 分别同比增长 23.48%、20.14%、14.25%; 在当前股本下, 每股收益分别为 2.48 元、2.98 元、3.41 元。

相对估值: 公司作为电能表出海企业, 业绩同时受到国内外电网投资与政策导向的影响。我们选取同为电能表出海企业的三星医疗、东方电子、炬华科技作为可比公司进行估值比较, 根据 2024 年 12 月 10 日收盘价计算, 公司 2023-2025 年对应市盈率分别为 18.70、15.14、12.60 倍, 2023-2025 年估值低于行业平均水平, 我们认为其估值仍有向上提升空间。

图表 66.海兴电力可比上市公司估值比较

证券简称	证券代码	最新股价 (元)	流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)	评级
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
三星医疗	601567.SH	33.01	463.13	465.80	0.67	1.67	2.08	49.18	19.75	15.86	3.98	未有评级
东方电子	000682.SZ	11.02	147.73	147.75	0.40	0.51	0.63	27.30	21.58	17.46	3.02	未有评级
炬华科技	300360.SZ	16.87	84.38	86.74	0.94	1.26	1.49	18.03	13.42	11.31	2.21	未有评级
行业平均值								31.50	18.25	14.88	3.07	
海兴电力	603556.SH	37.59	183.70	183.70	2.01	2.48	2.98	18.70	15.14	12.60	2.67	增持

资料来源: iFinD, 中银证券

注 1: 股价与市值截止日 2024 年 12 月 10 日, 未有评级公司盈利预测来自 iFinD 一致预期

注 2: 市净率均由上市公司最新一期净资产计算得出

投资建议: 公司是智能电表出海企业, 一方面受益于国内智能电表的替换周期, 另一方面也凭借其全球化布局, 在海外市场的拿单与销售中具备优势。后续公司有望持续受益于国内外电网投资加速带来的需求提升, 同时智能配电、新能源等多元业务也为公司远期增长带来空间。首次覆盖给予**增持**评级。

风险提示

投资增速下滑: 电力投资 (包括电源投资与电网投资) 决定了新能源发电板块、电力设备板块的行业需求; 若电力投资增速下滑, 将对两大板块造成负面影响。

智能电表换代进度不及预期: 物联表更新换代有助于单表价值量的提升和行业格局的集中, 若国内物联表换代进度不及预期, 则存在收入和毛利率高估的风险。

国际贸易摩擦风险：对海外市场的出口是公司收入的重要组成部分，如后续国际贸易摩擦超预期升级，或对企业的销售规模和业绩产生不利影响。

海外市场开拓进度不及预期：公司智能配用电业务增长对于海外业务的依赖程度较高，若海外市场开拓进度不及预期，则存在收入和毛利率高估的风险。

汇率波动风险：由于海外业务涉及不同货币交易，外汇波动可能影响公司的盈利能力。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,310	4,200	5,081	5,969	6,776
营业收入	3,310	4,200	5,081	5,969	6,776
营业成本	2,044	2,440	2,906	3,376	3,821
营业税金及附加	28	35	43	51	58
销售费用	290	311	381	448	508
管理费用	142	158	193	227	257
研发费用	239	274	330	388	440
财务费用	(121)	(171)	(175)	(195)	(205)
其他收益	79	79	60	80	100
资产减值损失	(50)	(101)	(50)	(50)	(50)
信用减值损失	(26)	(8)	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	17	12	0	0	0
投资收益	42	26	20	20	20
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	750	1,160	1,433	1,724	1,967
营业外收入	9	12	15	15	20
营业外支出	5	25	2	2	2
利润总额	754	1,147	1,446	1,737	1,985
所得税	90	165	208	250	285
净利润	664	982	1,238	1,487	1,699
少数股东损益	0	0	25	30	34
归母净利润	664	982	1,213	1,457	1,665
EBITDA	560	1,686	1,291	1,544	1,762
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.36	2.01	2.48	2.98	3.41

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,834	7,144	7,918	8,563	9,192
货币资金	3,569	4,551	4,583	5,126	5,077
应收账款	954	1,084	1,382	1,514	1,773
应收票据	67	8	82	24	97
存货	891	761	1,206	1,079	1,507
预付账款	29	48	44	63	58
合同资产	21	105	44	129	67
其他流动资产	1,304	589	577	628	613
非流动资产	1,212	1,931	1,918	1,904	1,882
长期投资	291	155	155	155	155
固定资产	452	569	745	781	781
无形资产	191	188	173	158	144
其他长期资产	277	1,020	845	809	803
资产合计	8,046	9,076	9,836	10,467	11,075
流动负债	1,589	2,144	2,301	2,600	2,846
短期借款	53	125	0	0	0
应付账款	786	844	1,097	1,159	1,394
其他流动负债	750	1,175	1,204	1,441	1,452
非流动负债	481	299	259	270	264
长期借款	435	218	200	200	200
其他长期负债	46	81	59	70	64
负债合计	2,071	2,443	2,560	2,870	3,110
股本	489	489	489	489	489
少数股东权益	4	0	25	55	89
归属母公司股东权益	5,971	6,632	7,251	7,543	7,876
负债和股东权益合计	8,046	9,076	9,836	10,467	11,075

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	664	982	1,238	1,487	1,699
折旧摊销	70	814	113	115	121
营运资金变动	12	123	(460)	196	(432)
其他	(70)	(818)	(216)	(204)	(231)
经营活动现金流	675	1,101	675	1,594	1,158
资本支出	(153)	(224)	(100)	(100)	(100)
投资变动	83	984	0	0	0
其他	(176)	(1,003)	20	20	20
投资活动现金流	(246)	(243)	(80)	(80)	(80)
银行借款	84	(145)	(143)	0	0
股权融资	(370)	(488)	(594)	(1,166)	(1,332)
其他	100	371	174	195	205
筹资活动现金流	(186)	(263)	(563)	(971)	(1,127)
净现金流	243	596	32	543	(49)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	23.0	26.9	21.0	17.5	13.5
营业利润增长率(%)	89.8	54.7	23.5	20.3	14.1
归属于母公司净利润增长率(%)	111.7	47.9	23.5	20.1	14.2
息税前利润增长率(%)	245.7	77.9	35.0	21.4	14.8
息税折旧前利润增长率(%)	165.6	201.0	(23.5)	19.6	14.1
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	111.7	47.9	23.5	20.1	14.2
获利能力					
息税前利润率(%)	14.8	20.8	23.2	23.9	24.2
营业利润率(%)	22.7	27.6	28.2	28.9	29.0
毛利率(%)	38.2	41.9	42.8	43.4	43.6
归母净利润率(%)	20.1	23.4	23.9	24.4	24.6
ROE(%)	11.1	14.8	16.7	19.3	21.1
ROIC(%)	22.1	37.3	41.4	55.1	53.4
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
流动比率	4.3	3.3	3.4	3.3	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	3.5	4.1	4.1	4.1	4.1
应付账款周转率	4.5	5.2	5.2	5.3	5.3
费用率					
销售费用率(%)	8.8	7.4	7.5	7.5	7.5
管理费用率(%)	4.3	3.8	3.8	3.8	3.8
研发费用率(%)	7.2	6.5	6.5	6.5	6.5
财务费用率(%)	(3.7)	(4.1)	(3.4)	(3.3)	(3.0)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.4	2.0	2.5	3.0	3.4
每股经营现金流(最新摊薄)	1.4	2.3	1.4	3.3	2.4
每股净资产(最新摊薄)	12.2	13.6	14.8	15.4	16.1
每股股息	0.7	1.1	1.4	2.4	2.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	27.7	18.7	15.1	12.6	11.0
P/B(最新摊薄)	3.1	2.8	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	8.2	5.7	10.5	8.4	7.4
价格/现金流(倍)	27.2	16.7	27.2	11.5	15.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371