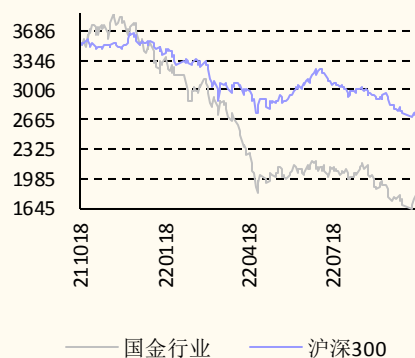


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金电力设备与新能源指数	1794
沪深 300 指数	3842
上证指数	3072
深证成指	11122
中小板综指	11658



相关报告

- 1.《FCV 上榜车型创新高，新玩家加速涌入-FCV 车型目录月报》，2022.10.13
- 2.《风电招标维持高景气，海风玩家增多-风电 9 月月报》，2022.10.10
- 3.《光伏 10 月供需环比续双增，旺季放量进行时-新能源与电力设备行业...》，2022.10.9
- 4.《新能源板块情绪企稳，积极布局迎 Q4 旺季-新能源与电力设备行业...》，2022.9.25
- 5.《FCV 上榜量持续高增长，长续航已成主流趋势-FCV 车型目录月...》，2022.9.18

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸

分析师 SAC 执业编号: S1130522010005
yuwendian@gjzq.com.cn

张嘉文

联系人
zhangjiawen@gjzq.com.cn

hujingnan@gjzq.com.cn

板块情绪触底反转，强劲基本面支撑反弹延续

子行业核心周观点

- **新能源：**市场对美国政策“最新”变化的反应，充分反映当前位置板块情绪已明确触底，以及前期“下蹲蓄力”的充足，强劲且仍有望超预期的 Q4 基本面支撑下，看好板块反弹持续。继续重点看好：储能、一体化龙头、alpha 硅料、设备、高景气辅材等方向，同时建议关注海外自建产业链主线（设备+自动化/能耗优势制造商+北美本土龙头供应链）。
- **氢能与燃料电池：**国家能源局加快完善氢能全产业链顶层标准，支撑氢能“制储输用”全产业链发展，加速推进燃料电池和电解水制氢项目的有序发展和落地；武汉发布氢能产业补贴政策，涵盖从零部件研发到氢能应用再至客户购置端，非示范城市群积极推进氢能发展；9 月 FCV 车型目录出炉，上榜 39 款车型创新高，新玩家加速涌入。
- **电力设备与工控：**1) 电网：6-8 月投资较快增长，看好 Q3 经营弹性，9-10 月迎来招标旺季，推荐配电变节能改造、南网、电表、配网数字化等赛道。2) 工控：静待需求回暖，国产化进程与项目市场突破持续加速，看好工控板块龙头与下游结构性增长机遇，关注人形机器人配套伺服电机需求弹性。

本周重要行业事件

- **新能源：**德国 8 月新增光伏装机 640MW，1-8 月累计 4.8GW（去年全年 5.26GW）；国家电投三年期组件框架集采开标；三部委约谈多晶硅企业；国家能源局印发《能源碳达峰碳中和标准化提升行动计划》；协鑫科技董事会批准发行 A 股的初步提议，拟以 220930 作为上市申请的基准日；主流光伏企业陆续预告三季报，普遍略超/符合市场预期。
- **氢能与燃料电池：**国内首个万吨级 48K 大丝束碳纤维国产线在上海投料开车；明阳 1500-2500Nm³/h 单体碱性水电解制氢装备在广东下线；中车戚墅堰公司与智利签订国内首列氢能机车出口订单；康明斯宣布将在美国生产年产能 500MW 电解水制氢设备，未来可扩展至 1GW；深圳首个国际氢能产业园在盐田区正式揭牌。

子行业推荐组合

- 详见后页正文。

风险提示：

- 产业链价格竞争激烈程度超预期；传统能源价格趋势性大幅下行风险。

子行业周观点详情

- **光伏：**市场对美国政策“最新”变化的反应，充分反映当前位置板块情绪已明确触底，以及前期“下蹲蓄力”的充足，强劲且仍有望超预期的 Q4 基本面支撑下，看好板块反弹持续。继续重点看好：储能、一体化龙头、alpha 硅料、设备、高景气辅材等方向，同时建议关注海外自建产业链主线（设备+自动化/能耗优势制造商+北美本土龙头供应链）。
- 我们在 9 月中旬明确提出当时板块位置类似今年 4 月的“黄金坑”，即板块在强势的基本面背景下，因外部信息扰动及市场整体风格因素影响，出现较大幅度调整，并建议积极布局。从近期板块表现看，情绪触底迹象显著，看好行情持续性。
- 本周五媒体报道：美国政府公布了关于今年 6 月初美国总统就东南亚光伏产品输美享有 2 年关税豁免期的“最终规定”，并新增明确了 2022 年 11 月 15 日至 2024 年 6 月 6 日+180 天“使用期限”的免税时间窗口（该政策文件实际在 9 月 16 日已正式发布）。此前今年 3 月，美国商务部正式发起对东南亚输美光伏产品的反规避调查，之后中国光伏企业在东南亚的光伏产能出口美国，主要存在对追溯征收双反关税的担心、以及需配合证明产品不含涉疆元素调查两大痛点，因此产品发货始终不太顺畅，这一方面影响中国光伏企业在高价值北美市场的获利，另一方面也严重影响美国光伏项目的建设进度，并威胁到美国自身大量位于光伏行业中下游的就业岗位。本次美国政府对 6 月总统令的确认执行，我们认为可以看作美国对东南亚光伏贸易政策松动的风向标，考虑到全产业链非疆产能足够实际足够满足美国需求，因此预计随着后续美国海关对供应链追溯证明材料要求的逐步清晰，以及企业提供材料逐步完善，对美国市场的发货有望逐步恢复常态。考虑到前期挤压的大量储备项目，以及两年免税期结束之后的政策不确定性，预计美国市场有望从今年 Q4 开启一轮至少覆盖明后两年的光伏装机高增长。
- Q4 行业量价表现展望乐观，大概率好于当前市场“偏混乱”的预期，一方面进一步提升企业 Q4 业绩增长确定性，另一方面有望提振市场对明年行业景气度的信心。我们再次强调，行业在年底前实现产业链价格相对坚挺（或最多温和回落）背景下的持续放量是大概率事件，部分市场观点担心的“不降价需求起不来、买涨不买跌导致价格崩盘”的情况发生的概率都极低。支撑我们这种判断的基本逻辑，是 Q4 硅料供应环比逐月持续增长的确性、企业在当前价格位置严控库存的经营策略、以及国内部分集中式电站需在年底实现并网的需求刚性。
- 截至目前发布的 Q3 业绩及预告普遍表现较好，Q4 有望延续增长。三季度在行业受到全球高温、核心产地限电等不利因素影响下，截至本周末，已经发布三季报或预告的主流光伏制造企业（隆基、通威、中环、上机、天合、高测等）普遍实现了超市场预期的盈利表现，且大部分公司仍实现了季度出货量和单位盈利能力的环比提升，反映出终端需求的持续高景气以及龙头企业在外部环境扰动中的经营韧性。展望 Q4，随着硅料供应持续释放，供需两旺的局面有望驱动企业经营性业绩继续实现普遍的环比增长。
- 对 2023 年面临的所谓“行业通缩”不必担心，重申产业链利润分配的原理、现状、趋势与定价。在行业经历了近 2 年因需求持续超预期、而供给释放不足导致的产业链利润总盘子快速扩张（即所谓的行业通胀）之后，近期市场弥漫着一种对未来一年行业进入“通缩”周期后各环节盈利是否都将承压的担忧情绪。这里我们再次强调：1）组件产业链的主材/辅材/耗材环节之间的利润分配，主要由每个环节自身的进入壁垒、竞争格局、及其相对瓶颈环节的过剩程度决定；2）本轮产业链“通胀”几乎全部胀在了瓶颈环节（硅料）上，其他绝大部分环节均无显著的超额利润扩张，因此硅料环节也将是后续“通缩”周期中的最主要收缩环节，而其他环节并无显著的盈利压缩压力；3）我们认为，当前市场对硅料降价及盈利压缩预期充分，后续实际的价格

下跌不会对股价形成显著压力，同时，市场对一体化组件的盈利能力维持能力则预期偏低，实际有望凭借电池环节高盈利维持和新产品放量，实现单位盈利的持稳甚至扩张。

- **投资建议：**我们认为，2023 年的实际需求（组件端产出规模）有很大概率超出当前 400GW 左右的市场一致预期，达到 450-500GW 区间，且 Q4 产业链表现即有望触发这种预期的上修。当前推荐排序为：储能（阳光、宁德、南都、上能 等）、一体化龙头（隆基、天合、晶澳、中环、晶科）、强 alpha 硅料（通威、协鑫）、设备（奥特维、迈为、高测、金辰、捷佳 等）、电站 EPC/运营商，扩产阶段性慢于硅料的主辅材环节（石英/坩埚、EVA 粒子/胶膜）等。此外，我们认为在当前国际环境下，欧美自建部分光伏产业链趋势明确，海外扩产主线预计会被市场反复关注，重点关注：1）头部设备厂商；2）分别应对海外扩产人工/能源成本高昂痛点的高度生产自动化、低能耗技术路线的企业（TCL 中环、协鑫科技等）；3）北美本土龙头供应链（金晶科技）。
- **风电：**明年风电装机高景气高确定性；海外海风需求高规划，国内海风平价加速；长期渗透率提升叠加装机周期性转向成长，驱动风电板块估值持续提升。
- 本月大宗商品价格呈震荡下跌。2022 年 10 月 15 日中厚板、铸造生铁、废钢、螺纹钢分别为 4173 元/吨、3850 元/吨、2710 元/吨、3990 元/吨，周变动幅度分别为-0.5%/1.3%/-5.2%/-1.2%。
- 风电招标高景气，预计全年招标规模达 80-100GW，明年装机高增确定性强。据我们统计，2022 年 1-9 月风电招标规模达 75.15 GW，其中海风招标 12.79GW。9 月风电招标规模达 6.6GW，环比下降 35.67%，其中海风招标规模 0.2GW，环比下降 89%。2022 年 Q3 总招标量为 24.01GW，环比下降 9.19%，同比提升 130.87%。考虑下游运营商开工节奏，历史上本就上半年招标多于下半年，下半年开工多于上半年，因此 Q3 招标环比出现小幅下降属于正常现象。我们预计全年招标量有望达到 80-100GW，明年装机保守预计下达 80GW。今年预计装机 50GW，明年装机增速至少为 60%。
- 6-9 月陆风机组价格企稳，4Q22 陆风机组招标价格有望回升。据我们统计，1-9 月陆风机组加权容量中标均价（扣除塔筒 400 元/KW）分别为 2007 元/KW、1996 元/KW、1846 元/KW、1856 元/KW、1693 元/KW、1785 元/KW、1800 元/KW、1827 元/KW、1782 元/KW。自 5 月陆风价格降至最低点后，6-9 月陆风价格稳定在 1700-1900 元/KW 区间，其中 9 月中标价格环比下降 2.5%。我们预计 4Q22 陆风机组招标价格有望进一步回升，或达 1700-2000 元/KW。
- 海风玩家增多，海风机组价格持稳下降。截至 9 月末，据我们统计，共有 9.4GW 平价海风项目公布中标整机商，1.45GW 海风项目开标。在运达最低价中标其首个海风项目之后，中车株洲所也以最低价报价参与海上风电项目，海风玩家增多。2021 年起至今国内已有 14 个平价海风项目公布招标价格，其中含塔筒机组中标/预中标均价在 4028 元/KW，不含塔筒机组中标/预中标均价在 3643 元/KW。而新开标 1.45GW 海风项目，以最低报价为参考，含塔筒机组平均中标价格为 3715 元/KW，相较 14 个平价海风项目中标价格又出现 8%降幅。
- **投资建议：**风电长周期景气明确，风电零部件龙头盈利有望随原材料跌价持续释放。我们持续推荐三条主线：1）海风相关产业链；2）全球供应以及国产化替代的高成长零部件；3）受益行业景气环节。

- **氢能与燃料电池：**国家能源局加快完善氢能全产业链顶层标准，支撑氢能“制储输用”全产业链发展，加速推进燃料电池和电解水制氢项目的有序发展和落地；武汉发布氢能产业补贴政策，涵盖从零部件研发到氢能应用再至客户购置端，非示范城市群积极推进氢能发展；9月FCV车型目录出炉，上榜39款车型创新高，新玩家加速涌入。
- 国家能源局加快氢能技术标准研制，支撑氢能“制储输用”全产业链发展。国家能源局印发《能源碳达峰碳中和标准化提升行动计划》，加快完善氢能标准顶层设计和标准体系，重点围绕可再生能源制氢、电氢耦合、燃料电池及系统等领域，增加标准有效供给。开展全产业链绿氢标准完善行动，有利于在已设定规划目标下，加速推进燃料电池和电解水制氢项目的有序发展和落地，减少因标准不合而导致的项目再加工和补贴落地慢等问题。
- 武汉发布氢能产业补贴政策，非示范城市群积极推广氢能发展。武汉市经济和信息化局发布《武汉市支持氢能产业发展财政资金管理暂行办法》，从氢能龙头企业、氢能汽车研发制造、加氢站建设和运营、氢燃料电池汽车、叉车和船舶应用以及氢能项目技改投资方面给予补贴奖励，单企批量产氢车最高奖2800万，购置氢车20万/积分，从零部件研发到氢能应用再至客户购置端，均给予补贴以推动氢能发展，同时保留补贴追溯权，申报材料弄虚作假3年内不得再申报，并收回已获得专项资金。
- 9月FCV车型目录出炉，体现三个核心点：1) FCV上榜车型39款，创历史新高，客车数量第一。工信部10月10日发布了第9批推荐目录，其中FCV车型共39款，同比增长63%；其中客车第一，有14款；并且客车、重卡和专用车数量较上月均有较大幅度提升。2) 高功率系统占比超八成，系统高功率化已成主要趋势。从系统功率变化来看，2022年9批高功率系统占比高达82%，达到了32款，同比增长28%；本批次中燃料电池系统额定功率最高为163kw的汕德卡牌燃料电池牵引汽车，配套系统公司为潍柴动力。3) 上榜系统厂家数量持续上升，新玩家大量入场，地方政府多样化支持氢能产业。2022年第9批上榜的系统厂商一共28家，重塑科技、亿华通位居榜首，有4款，占比10%；锋源氢能上榜3款，占比7%；上海氢晨、航天氢能、鸿力氢动、东方电气上榜两款，占比5%；其余21家系统厂商均只上榜1款。4家新企上榜，深圳城投氢能动力、畔星科技、上海上氢能源科技和河南越博动力系统。其中深圳城投氢能是首家上榜的城投氢能公司，地方政府参与氢能产业的方式或将呈现多样化趋势。
- 利好环节：
 - ①上游：FCV的放量将推动氢气需求增长，考虑当前主要氢气供给多为副产氢，FCV的放量将利好当前布局副产氢的企业；在政策的支持与相关电解制氢项目的开展下，随着电解槽技术的突破以及副产氢的区域和资源限制，电解氢的渗透率将逐步提升，建议关注布局电解槽企业。
 - ②中游：在地方政策规划持续加码下，加氢站建设加速，为FCV的放量和运营做出保障，建议关注布局加氢站建设和设备企业。同时叠加订单的增长，FCV将持续放量，带动核心零部件领域放量，燃料电池核心零部件的发展将加快燃料电池产业市场化进程，建议关注燃料电池核心零部件头部企业IPO进度。
 - ③下游：FCV迎来放量，利好燃料电池系统及核心零部件企业。
- **电网：**8月投资继续保持较高增速，6-8月较快投资将支撑Q3电网板块经营弹性。核心环节招标将于9-10月密集落地，看好板块龙头与核心高增长细分环节。
- 能源局发布1-8月全国电力工业统计数据：电网投资2667亿元，同比增长10.7%，其中8月投资428亿元，同比增长12.6%，环比增长28.1%，6-8

月电网投资增速为 26%/13%/13%，6 月以来投资持续较快增长。同时，上半年国网核心设备招标金额高增，输变电项目变电设备、电表、配电变压器等环节增速超 50%。考虑到中标及交付周期，Q3 起板块订单及业绩有望加速。近期局部供电紧张、电源投资加速等事件凸显了网投资加速的紧迫性，同时 10-11 月为电网设备招标旺季，9 月底前将迎来智能电表第二批、部分省份配电变压器等招标项目，板块催化密集，景气度较高。

- 电量供应依托于电网体系的基本盘支撑，同时局部缺电的缓解依托于省间或区域间资源协调与互联的能力，电网本身需从整体角度强化资源配置能力、增强新能源消纳能力、提高电能输送效率，预计特高压、电站配套电气设备需求、节能&降低损耗、配网数字化等方向将受益。具体来看：
 - 1) 配电变压器节能改造：我国在网运行变压器规模大、不满足节能标准（2021 年 6 月《电力变压器能效限定值及能效等级》GB 20052-2020）占比高，“十四五”器件配电变压器存量节能改造预计加速，9 月起配电变第二批招标有望密集落地。看好两个方向：
 - a) 新能效标准下非晶带材节能效果与性价比更优，21Q4 以来配网变招标中非晶占比回升，尤其在 1 级能效变压器招标中更为明显，2022-2023 年非晶渗透率有望进一步提升。22H1 国网非晶变压器招标超过 1 万台，较去年同期翻倍增长，22Q3 第二批配电变压器招标预计陆续开启，看好下半年招标超预期。非晶带材格局较好，龙头企业份额高，有望充分受益。
 - b) 双碳驱动节能减排加速，21 年以来变压器、电机新能效标准陆续落地，低损耗&高磁感的高牌号取向硅钢激增，如配电变节能改造领域，1/2 级能效要求 075/085 及以上牌号取向硅钢。下半年国网计划开工 4 交 4 直特高压线路，带来额外需求增量。而行业主要新增供给预计 24 年开始释放，近两年高牌号取向硅钢供需偏紧，盈利能力有望超预期，看好民企龙头弹性。
 - 2) 南网赛道：南网十四五及 2022 年投资增速高于国网，且市场化程度、新技术应用较快，储能、虚拟电厂、辅助服务市场等建设有望超预期，聚焦南网赛道的公司业绩弹性较大。
 - 3) 特高压：稳增长的重要抓手，据规划信息，下半年国网规划开工包括金上湖北、陇东山东、宁夏湖南、哈密重庆直流线路在内的“四交四直”8 条特高压项目，总投资超 1500 亿元，并将加快“一交五直”6 条特高压线路前期工作，总投资约 1100 亿元。Q3 起核心设备招标有望密集落地，换流阀、保护系统、换流变、GIS 等设备环节集中度高，看好特高压订单弹性。
 - 4) 配网数字化：在新能源发电占比提升、特高压输送通道加速建设、分布式电源加速接入、电力市场化改革等多重因素下，配网数字化与灵活性将迎来较大挑战，配网投资与数字化升级预计加速，新技术及新产品迭代速度有望超预期。住建部、发改委印发“十四五”全国城市基础设施建设规划，提出开展城市韧性电网和智慧电网建设，配网升级预计加速。
 - 5) 智能电表：在存量电表新标准替换、物联表渗透加速等因素下，电表招标金额进入新一轮上行期，20A/21A/22H1 国网招标金额分别为 121/201/155 亿元。电表企业订单高增，22 年起交付有望加速，业绩弹性较大。9 月将迎国网第二批电表招标，行业催化较多。
- 投资建议：6-8 月投资加速，核心设备招标高增，支撑 Q3 电网板块经营提速；10 月将迎重点项目落地及设备招标旺季，看好板块景气度。推荐板块龙头及配电变节能改造、南网、电表特高压、配网数字化等细分方向。
- 工控：Q4 工控需求有望回升，国产化进程继续提速，2023 年有望进入新一轮上行周期，看好工控板块龙头标的与新能源布局较快企业，关注人形机器人带来的伺服电机增量机遇。

- 9 月需求有所回暖，考虑到 Q2 需求延后、下半年投资加速、稳增长持续落地、需求旺季节奏等因素，看好 Q4 需求回暖，静待新一轮工控上行周期。内资品牌交付、服务、响应优势凸显，1H22 核心产品内资份额持续提升，看好国产化进程继续加速。PLC、流程工业为是工控产品/下游国产化进程较慢环节，在外资品牌供货偏紧、稳增长政策机遇下，PLC 国产化进程、流程工业渗透有望实现较大突破。
- 投资建议：考虑到 Q2 需求延后、下半年投资加速、稳增长持续落地、需求旺季节奏等因素，看好 Q4 需求回暖，静待新一轮工控上行周期，推荐工控板块龙头与新能源拓展顺利的工控企业。电机为人形机器人高价值量环节，性能要求高、配套数量多、降本空间大，配套需求规模有望超过当前国内伺服市场，需求增量显著，伺服电机为内资工控企业优势领域，将充分受益。

子行业推荐组合

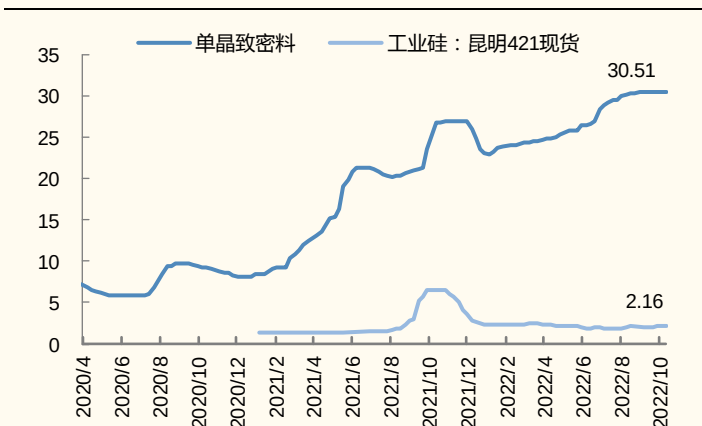
- **光伏：**阳光电源、通威股份、奥特维、隆基绿能、金晶科技、协鑫科技、金辰股份、天合光能、晶澳科技、晶科能源、迈为股份、捷佳伟创、TCL 中环、昱能科技、信义储电、福斯特、大全能源（A/美）、正泰电器、林洋能源、锦浪科技、固德威、禾迈股份、海优新材、新特能源、亚玛顿、信义光能、福莱特（A/H）、信义能源。
- **风电：**东方电缆、日月股份、明阳智能、金雷股份、金风科技、海力风电、大金重工、中际联合、中天科技、中材科技、运达股份。
- **电力设备与工控：**云路股份、望变电气、汇川技术、南网科技、国电南瑞、思源电气、四方股份、良信股份、麦格米特、宏发股份、许继电气。
- **氢能：**美锦能源、昇辉科技、京城股份、雄韬股份、九丰能源。

产业链主要产品价格及数据变动情况及简评

光伏产业链

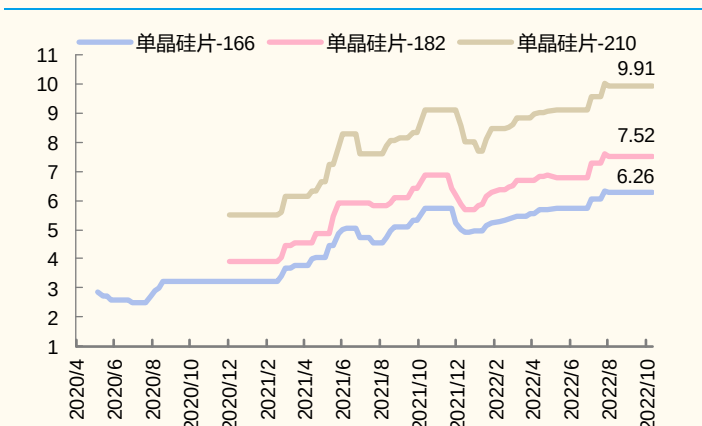
- **要点：**1) 电池片价格上涨，Q4 下游组件积极布局出货，供应持续紧张；2) 硅料、硅片、组件价格持稳，西北疫情对上游物流运输效率有一定影响，对生产影响较小；3) 玻璃、EVA 树脂价格持稳，组件排产提升带动部分国内 EVA 装置转产光伏料，考虑 Q4 多个海外装置有检修计划，供需基本面具有较强支撑。
- **硅料：**价格持稳。节前大厂陆续签订新单，主流价格持稳；新增产能稳步爬坡，Q4 有效产量将迎明显上升；西北地区疫情防控对物流运输效率有一定影响，但仍可配送，主流料厂维持封闭生产。
- **硅片：**价格持稳。西北地区疫情影响个别厂家生产运输，且节后需求端集中拉货，硅片需求观望情绪暂时好转，短期内硅片价格仍有支撑。

图表 1：多晶硅料及工业硅价格（万元/吨）



来源：硅业分会，国金证券研究所，截止 2022-10-12

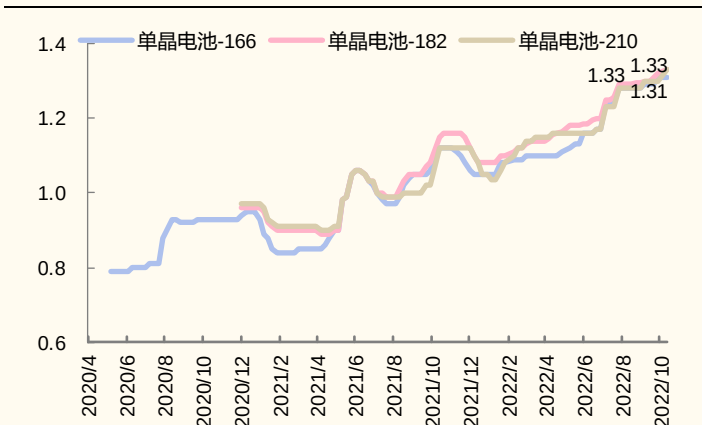
图表 2：硅片价格（元/片）



来源：PVInfoLink，硅业分会，国金证券研究所，截止 2022-10-12

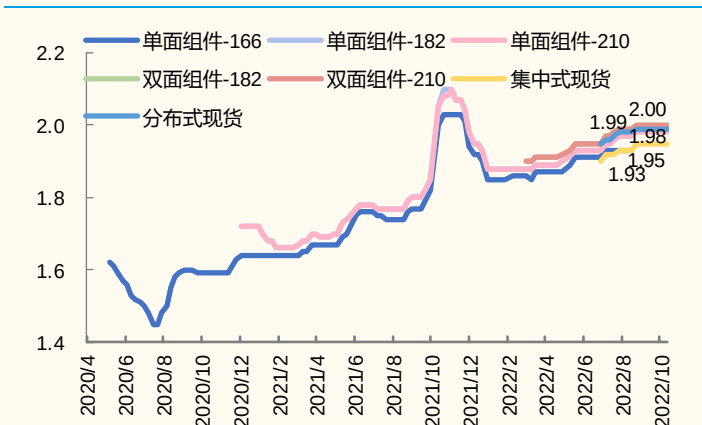
- **电池片：**价格上涨。Q4 组件积极布局出货，且头部电池片企业持续下修外销量，电池片供应紧张加剧，M10、G12 呈现涨势；高效电池产量有限，预计短期内价格仍将强势运行。
- **组件：**价格持稳。地面项目开始启动，一线开工基本维持 80%，部分企业有相对激进报价，但主要为长单协议，不影响 10 月价格。汇率波动、通胀、逆变器短缺导致海外价格稍滑落，需求观望。

图表 3：电池片价格（元/W）



来源：PVInfoLink，国金证券研究所，截止 2022-10-12

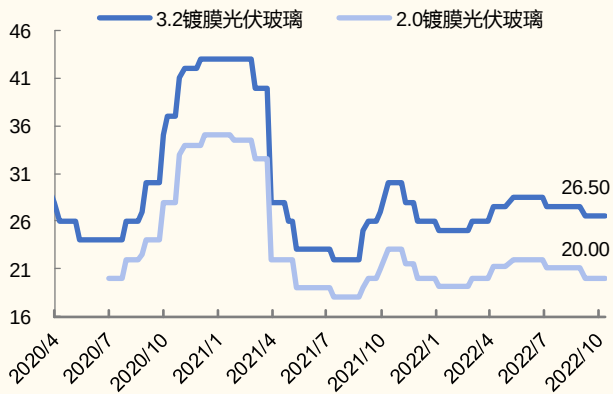
图表 4：单晶组件价格（元/W）



来源：PVInfoLink，国金证券研究所，截止 2022-10-12

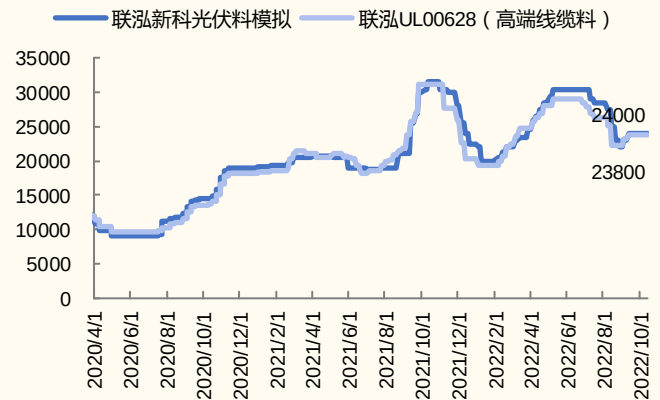
- **光伏玻璃：**价格维稳。月内部分新产线有点火计划，加之前期点火产线临近达产，供应仍有增量；需求支撑下多数玻璃厂家订单跟进尚可，无出货压力。
- **EVA 树脂：**价格持稳，光伏料主流报价 2.35-2.4 万元/吨。组件排产提升带动部分国内装置转产光伏料，考虑 Q4 韩华、道达尔、LG 均有一周至半月的停产检修计划，预计供需基本面具有较强支撑。

图表 5: 镀膜光伏玻璃价格 (元/平)



来源: PVinfolink, 国金证券研究所, 截止 2022-10-12

图表 6: 光伏 EVA 树脂价格 (元/吨)



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所, 截止 2022-10-14; 光伏料为模拟值

风险提示

- **政策调整、执行效果低于预期:** 虽然风光发电已逐步实现平价上网, 能源转型及双碳目标任务仍然高度依赖政策指引, 若相关政策的出台、执行效果低于预期, 可能会影响相关产业链的发展。
- **产业链价格竞争激烈程度超预期:** 在明确的双碳目标背景下, 新能源行业的产能扩张明显加速, 并出现跨界资本大量进入的迹象, 可能导致部分环节因产能过剩程度超预期而出现阶段性竞争格局和盈利能力恶化的风险。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；
减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402