

市场研究部

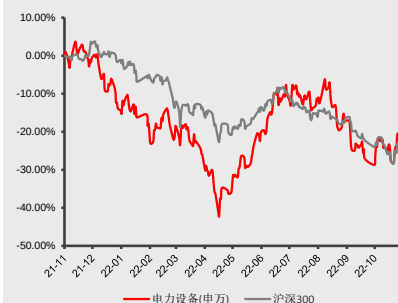
2022 年 11 月 11 日

2022 年三季度光伏风电行业业绩综述

看好

市场表现截至

2022.11.10



资料来源：WIND，国新证券整理

■ 上游量价双升，电池盈利持续改善

2022 年前三季度即使产业链价格持续攀升，国内光伏市场依旧热度不减，22Q1-Q3 新增装机 52.6GW，同比+105.8%。从装机结构看，集中式光伏电站新增 17.27GW，同比+88.74%，分布式电站新增 35.33GW，同比+115.4%，包括工商业 18.74GW 和户用 16.59GW，装机格局呈现三分天下局面，分布式装机占比进一步提升。22Q3，光伏设备（申万）单季度营业收入 1948.62 亿元，同比+77.8%，环比+16.5%，22Q1-22Q3 收入 4837.64 亿元，同比+75.4%；22Q3 单季度归母净利润 252.13 亿元，同比+114.5%，环比+32.4%，22Q1-22Q3 归母净利润 579.54 亿元，同比+359.2%。

■ 底部信号明确，原材料降价缓解成本压力

22Q1-22Q3 国内风电新增装机 19.24GW，同比+17.1%，9 月单月新增装 3.10GW，同比+72.2%，环比+156.2%。从招标情况看，根据金风科技官网发布的数据，2022Q3 国内风机招标 25.2GW，Q1-Q3 招标总计 76.3GW，招标规模持续创新高。22Q3 风电设备（申万）单季度营业收入 417.13 亿元，同比-11.3%，环比+15.9%，22Q1-22Q3 收入 1072.07 亿元，同比+2.7%；22Q3 单季度归母净利润 29.27 亿元，同比-29.7%，环比-3.8%，22Q1-22Q3 归母净利润 95.22 亿元，同比-3.8%。

■ 投资建议

光伏价格方面，随着新增硅料产能释放，光伏上游价格拐点临近，硅片率先降价缓解中游成本压力。中期维度，大尺寸电池需求增长，供给维持偏紧，价格仍有上涨预期，看好电池企业盈利持续修复。建议重点关注电池环节和一体化企业投资机会。

2022 年 1-10 月，国内风电项目招标 91.13GW，约有 77.82GW 项目中标，招标需求旺盛。随着原材料价格持续下跌，四季度零部件企业盈利有望修复，建议三季度业绩低点布局风电，重点关注海缆、海风塔筒环节龙头。

■ 风险提示

1、原材料价格波动；2、项目开工不及预期；3、疫情反弹；4、地缘战争及冲突加剧等

分析师：张心颐

登记编码：S1490522090001

电话：010-85556462

邮箱：zhangxinyi1@crsec.com.cn

证券研究报告

目录

一、板块行情回顾.....	4
二、光伏、风电 22 年三季度业绩综述.....	6
（一）光伏：上游量价双升，电池盈利持续改善.....	6
（二）风电：底部信号明确，原材料降价缓解成本压力.....	11
三、光伏、风电央企上市公司 2022 三季度业绩.....	16
四、风险提示.....	16

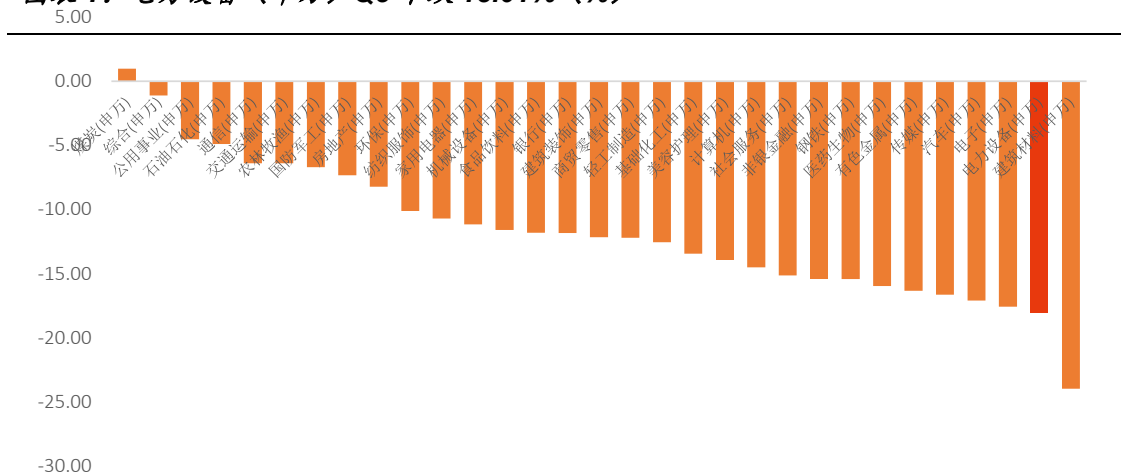
图表目录

图表 1: 电力设备（申万）Q3 下跌 18.01%（%）	4
图表 2: 22Q3 电力设备子行业仅其他电源设备上涨（%）	4
图表 3: 钧达股份 22Q3 涨幅第一（%）	5
图表 4: 中环海陆 22Q3 下跌 33.38%（%）	5
图表 5: 电力设备央企上市公司 22Q3 表现（%）	5
图表 6: 2020-2022 年 1-9 月新增光伏装机容量（GW）	6
图表 7: 22Q3 硅料价格持续攀高（元/KG）	7
图表 8: 22Q3 硅片随硅料上涨（元/片）	7
图表 9: 大尺寸电池片价格持续调高（元/W）	7
图表 10: 组件价格高位持稳（元/W）	7
图表 11: 22Q3 胶膜价格高位回落	8
图表 12: 22Q3 光伏玻璃价格持续下跌（元/平米）	8
图表 13: 光伏设备营业收入同比增长 77.8%	8
图表 14: 光伏设备净利润同比增长 114.5%	8
图表 15: 光伏设备盈利能力提升	9
图表 16: 收入规模提升摊薄光伏设备费用	9
图表 17: 光伏行业各环节营业收入增速	10
图表 18: 光伏各环节归母净利润增速	10
图表 19: 光伏行业各环节毛利率变动（GW）	11
图表 20: 22Q1-Q3 风电装机同比增长 17.1%（GW）	12
图表 21: 22Q1-Q3 风电招标创新高（%）	12
图表 22: 22Q3 铁矿石期货价格环比回落	13
图表 23: 22Q3 中厚板价格持续下降	13
图表 24: 22Q3 铜现货价格小幅下跌	13
图表 25: 22Q3 铝现货价格小幅回落	13
图表 26: 风电设备营业收入同比下滑	14
图表 27: 风电设备净利润同比环比双降	14
图表 28: 风电设备盈利能力下滑	14
图表 29: 风电设备费用略降	14
图表 30: 22Q3 风电各环节收入增速	15
图表 31: 风电各环节单季度归母净利润增速	15
图表 32: 22Q3 风电各环节毛利率变动	16
图表 33: 央企上市公司 2022Q3 业绩	16

一、板块行情回顾

22Q3 沪深 300 指数下跌 15.16%，申万 31 个行业指数中仅煤炭（申万）实现上涨，涨幅 0.97%，电力设备（申万）行业指数三季度下跌 18.0%，排在第 30 位。

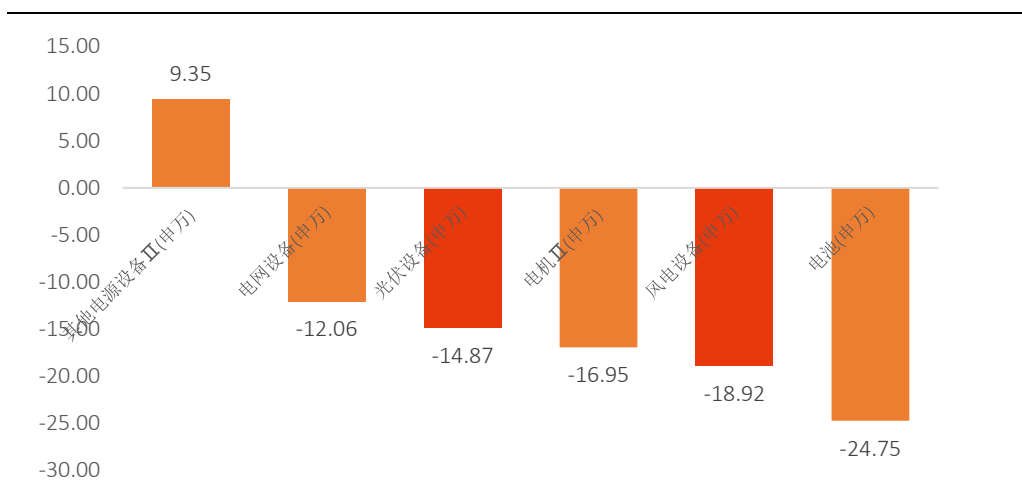
图表 1：电力设备（申万）Q3 下跌 18.01% (%)



数据来源：Wind，国新证券整理

22Q3 电力设备二级行业指数中，仅其他电源设备 II（申万）实现上涨，涨幅为 9.35%，电网设备（申万）、光伏设备（申万）、电机 II（申万）、风电设备（申万）、电池（申万）分别下跌 12.1%、14.9%、17.0%、18.9%、24.8%。

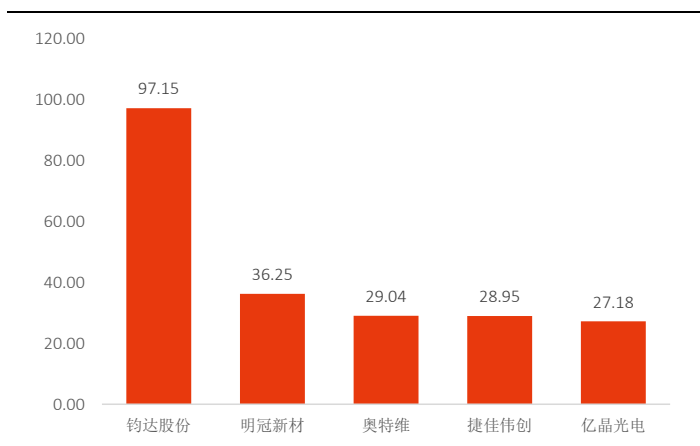
图表 2：22Q3 电力设备子行业仅其他电源设备上涨 (%)



数据来源：Wind，国新证券整理

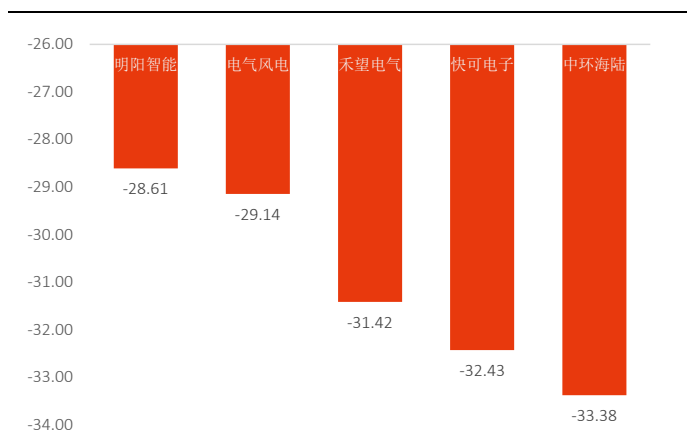
从公司表现看，22Q3 光伏、风电行业（申万）涨幅前五的公司为钧达股份、明冠新材、奥特维、捷佳伟创、亿晶光电，涨幅分别为 97.2%、36.3%、29.0%、29.0%、27.2%；跌幅前五的公司为明阳智能、电气风电、禾望电气、快可电子、中环海陆，跌幅分别为 28.6%、29.1%、31.4%、32.4%、33.4%。

图表 3：钧达股份 22Q3 涨幅第一 (%)



数据来源：Wind，国新证券整理

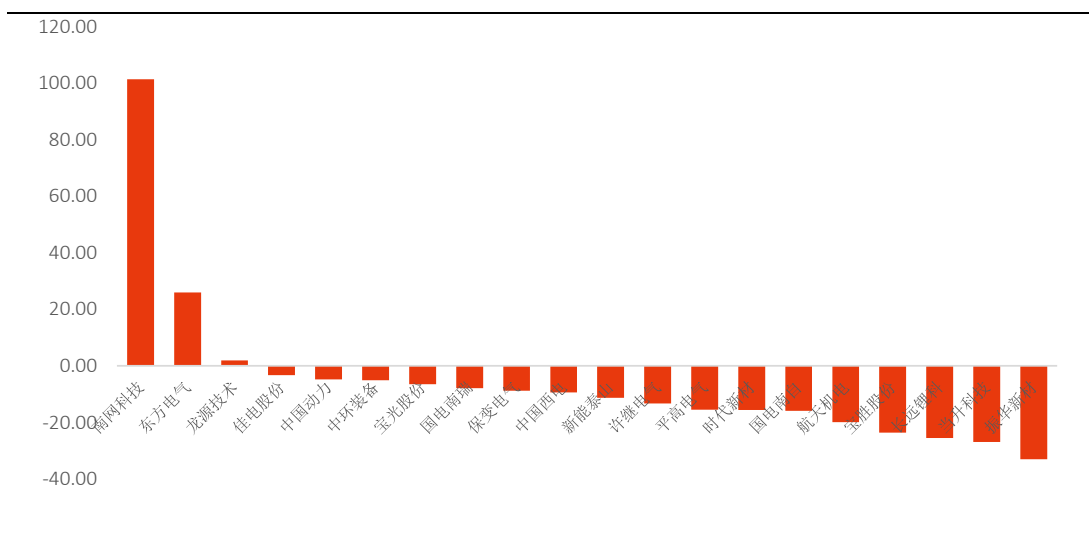
图表 4：中环海陆 22Q3 下跌 33.38% (%)



数据来源：Wind，国新证券整理

电力设备（申万）央企上市公司 22Q3 中，南网科技、东方电气、龙源技术实现上涨，涨幅为 101.38%、25.93%、1.91%，跌幅前五为航天机电、宝胜股份、长远锂科、当升科技、振华新材，跌幅为 19.9%、23.7%、25.5%、26.9%、33.1%。

图表 5：电力设备央企上市公司 22Q3 表现 (%)



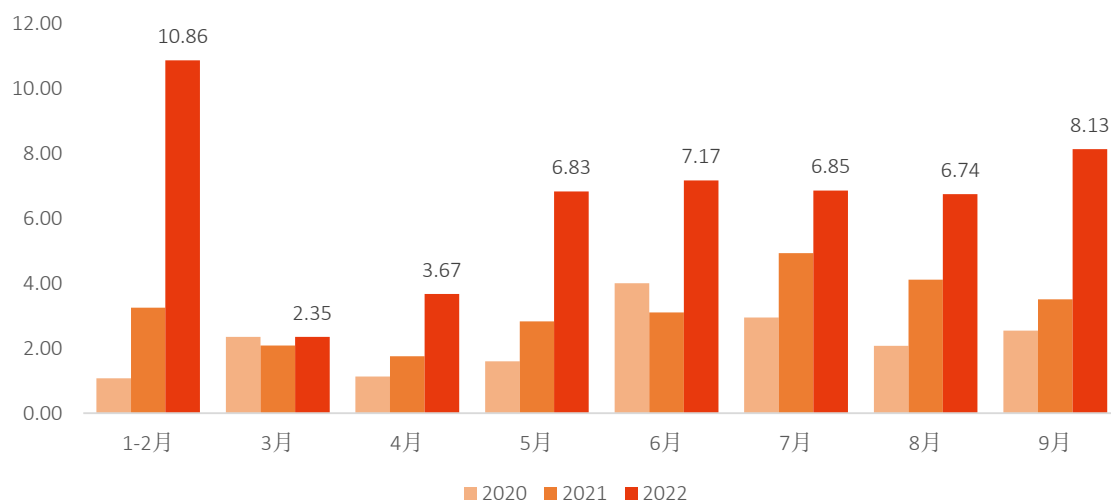
数据来源：Wind，国新证券整理

二、光伏、风电 22 年三季度业绩综述

（一）光伏：上游量价双升，电池盈利持续改善

2022 年前三季度即使产业链价格持续攀升，国内光伏市场依旧热度不减，22Q1-Q3 新增装机 52.6GW，同比+105.8%。从装机结构看，集中式光伏电站新增 17.27GW，同比+88.74%，分布式电站新增 35.33GW，同比+115.4%，包括工商业 18.74GW 和户用 16.59GW，装机格局呈现三分天下局面，分布式装机占比进一步提升。22Q3 单季度户用新增装机 7.68GW，同比增长 33.6%。海外市场，欧盟将至 2030 年可再生能源装机占比调高至 45%，到 2025 年直流端光伏装机达到 400GW，2030 年达到 740GW。美国豁免东南亚四国光伏产品关税 2 年，降低美国电站运营商成本，提振装机热情。未来全球光伏市场装机量相对确定，2023 年全球光伏装机有望接近 CPIA 预测上限至 270GW，按照容配比 1.25 计算，全年组件出货有望达到 330GW。

图表 6：2020-2022 年 1-9 月新增光伏装机容量 (GW)



数据来源：CPIA，国新证券整理

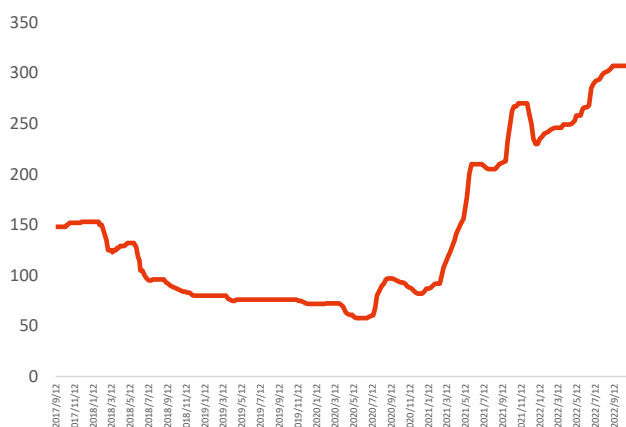
三季度初，硅料厂事故和部分厂家检修停产扰动供给，新增产能爬坡缓慢，硅料有效供给整体紧张，下游需求依然旺盛的情况下，硅料价格持续攀升。八月四川地区持续高温天气导致电力供应趋紧，影响单月供给 2000 吨左右，进一步推高硅料价格。多晶硅成交价从二季度末的 285 元/kg 上涨到三季度末的 307 元/kg，涨幅 7.7%，创近五年新高。

受限于硅料产量，季度初硅片有效供应受限，价格持续上调。9 月份 210 尺寸硅片受限于产能瓶颈，价格进一步调涨，182 尺寸供给逐步加大，价格维持不变。166/182/210 尺寸硅片价格从二季度末的 6.07/7.30/9.60 元/片增长至三季度末的 6.33/7.54/10.06 元/片，涨幅分别为 4.3%/3.3%/4.8%。

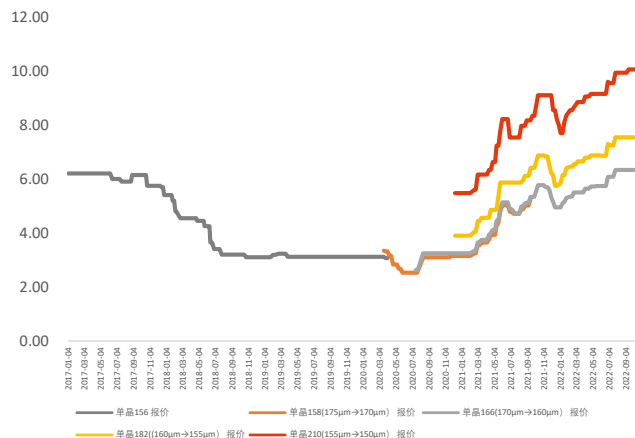
7月初，电池片价格全线跳涨，硅片价格传导至电池端。M6尺寸供应减少，需求端尾单支撑价格上行，M10尺寸产能不足，硅片紧缺加剧供应紧张，部分G12产能转回M10，依然无法缓解产能瓶颈，G12供给受部分企业限电停工影响，影响供给。9月受限电影响，通威布局下游环节，影响电池对外销量，组件端排产和采购持续增长，电池价格持续上行。M6/M10/G12尺寸电池片从二季度末的1.17/1.21/1.18元/W上调至1.31/1.34/1.33元/W，涨幅12.0%/10.7%/12.7%。

受组件价格高位影响，季度初组件交付延缓，交付项目以分布式为主，价格接受度高，带涨组件成交价格。四季度地面电站项目开工，组件预期需求旺盛，支撑价格维持高位。三季度166组件涨幅3.6%，182/210组件涨幅4%。

图表7：22Q3硅料价格持续攀高（元/kg）



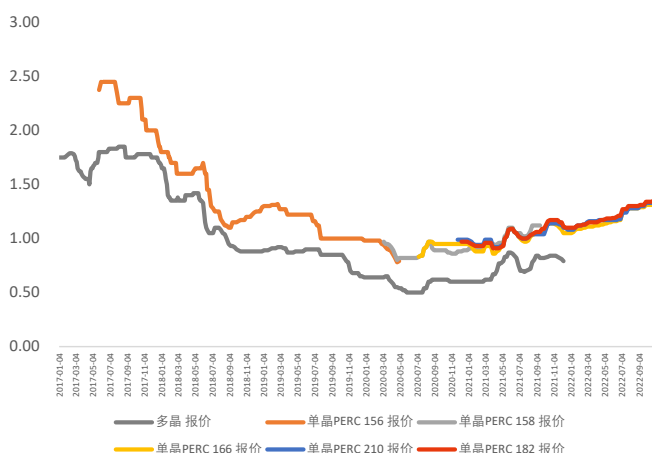
图表8：22Q3硅片随硅料上涨（元/片）



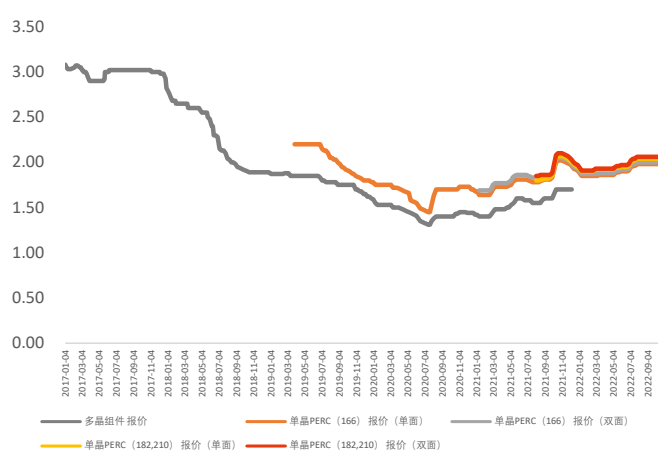
数据来源：Solarzoom，国新证券整理

数据来源：Solarzoom，国新证券整理

图表9：大尺寸电池片价格持续调高（元/W）



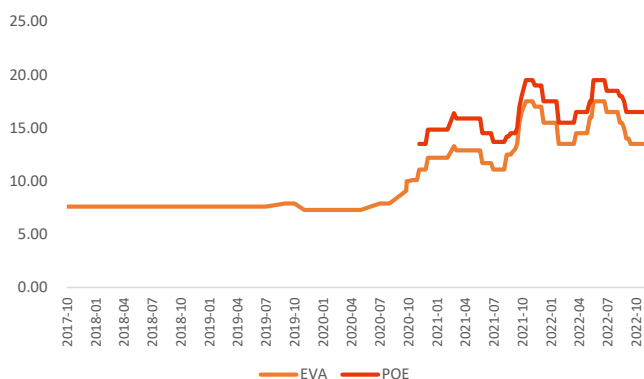
图表10：组件价格高位持稳（元/W）



数据来源：Solarzoom，国新证券整理

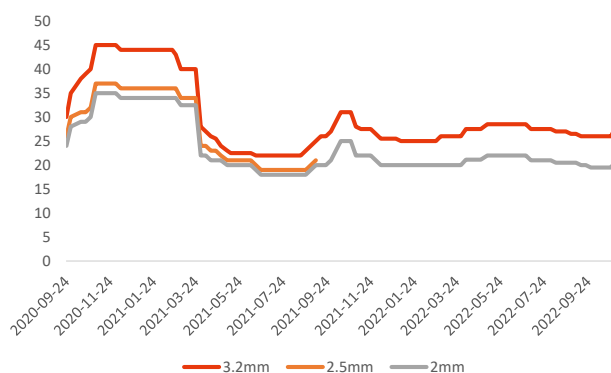
数据来源：Solarzoom，国新证券整理

图表 11: 22Q3 胶膜价格高位回落



数据来源: Solarzoom, 国新证券整理

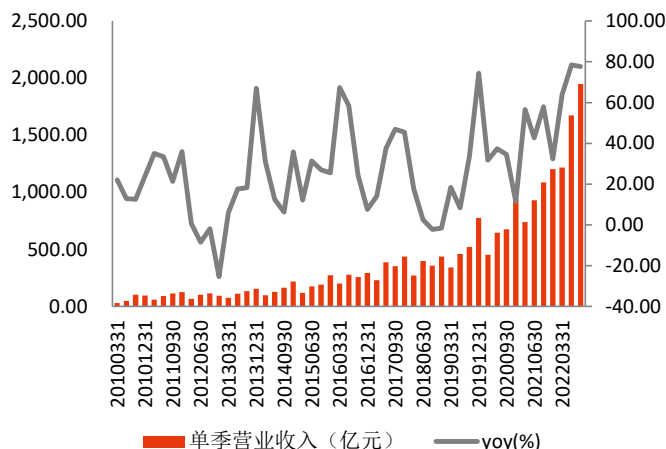
图表 12: 22Q3 光伏玻璃价格持续下跌 (元/平方米)



数据来源: Solarzoom, 国新证券整理

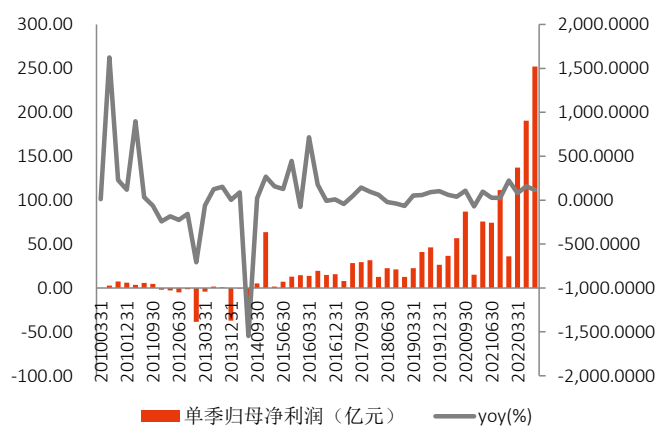
量价齐升, 光伏设备企业基本面表现优异。22Q3, 光伏设备 (申万) 单季度营业收入 1948.62 亿元, 同比+77.8%, 环比+16.5%, 22Q1-22Q3 收入 4837.64 亿元, 同比+75.4%; 22Q3 单季度归母净利润 252.13 亿元, 同比+114.5%, 环比+32.4%, 22Q1-22Q3 归母净利润 579.54 亿元, 同比+359.2%。

图表 13: 光伏设备营业收入同比增长 77.8%



数据来源: WIND, 国新证券整理

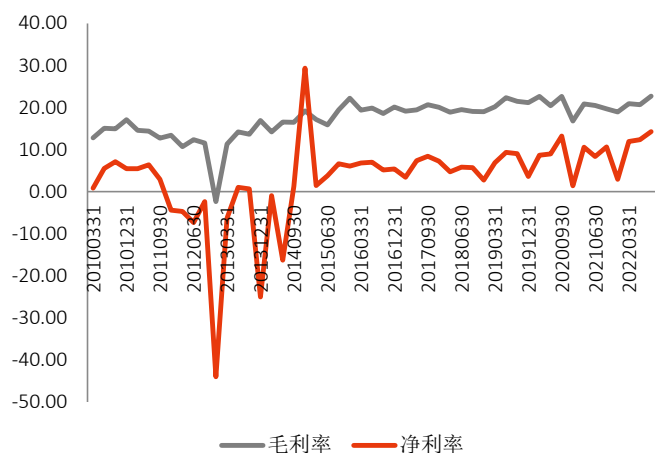
图表 14: 光伏设备净利润同比增长 114.5%



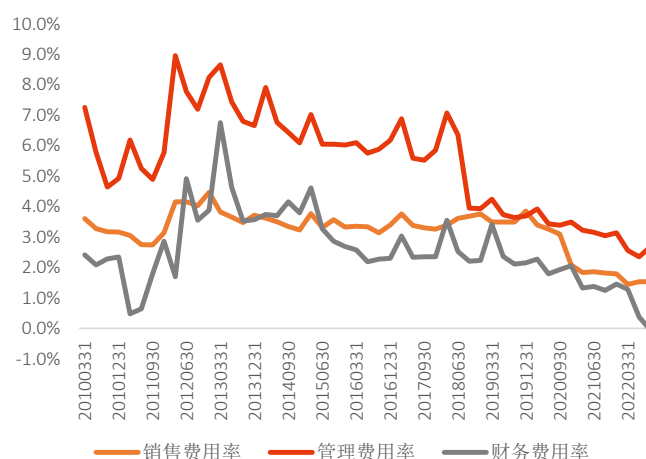
数据来源: WIND, 国新证券整理

上游硅料/硅片、中游电池以及设备和逆变器环节收入体量大, 22Q3 毛利提升较多, 拉动光伏设备行业毛利持续上行。组件环节虽然收入规模大, 但毛利环比仅下降 0.4pct, 胶膜、玻璃环节毛利下滑 5.8、1.9pct, 但收入体量较小, 对整体水平影响偏弱。费用端随着收入规模的持续扩张, 期间费用进一步摊薄, 同时出口企业汇兑受益带来财务费用的下降。

图表 15：光伏设备盈利能力提升



图表 16：收入规模提升摊薄光伏设备费用



数据来源：WIND，国新证券整理

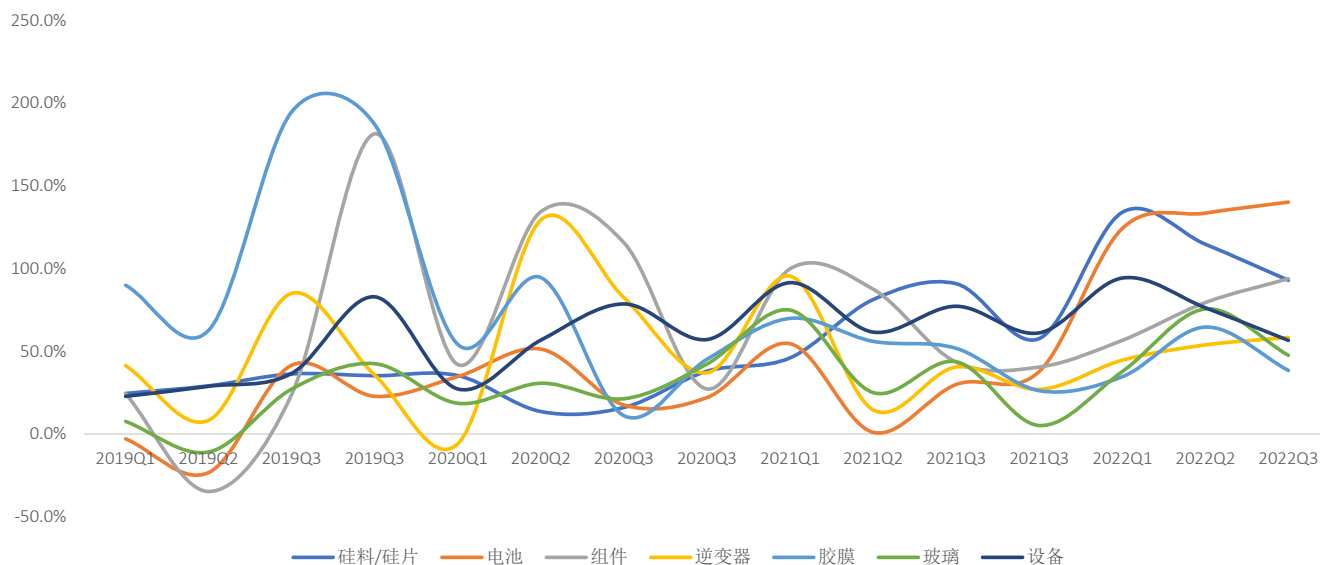
数据来源：WIND，国新证券整理

主产业链端，收入利润方面，2022 年三季度上游硅料/硅片环节销售量价齐升，硅料单吨净利持续提升。22Q3 实现营业收入 682.29 亿元，同比+92.9%，22Q1-22Q3 收入 1766.06 亿元，同比+110.0%；22Q3 单季度归母净利润 171.50 亿元，同比+160.9%，增速环比-37.8pct，22Q1-22Q3 合计实现归母净利润 418.2 亿元，同比+217.3%。出货端，Q3 头部企业部分产线停产检修，影响部分供给。大全能源 Q3 生产 3.34 万吨，销售 3.31 万吨，Q1-Q3 合计生产 10.01 万吨，销售 10.95 万吨，N 型料持续稳定出货，Q3 单吨净利 16.8 万，较 Q2 提升 2.9 万元/吨。

电池片环节盈利修复，22Q3 实现营业收入 210.26 亿元，同比+140.2%，22Q1-22Q3 收入 514.40 亿元，同比+133.3%；22Q3 单季度归母净利润 9.30 亿元，同比+526.6%，增速环比+203.75pct，22Q1-22Q3 合计实现归母净利润 20.90 亿元，同比+428.6%。电池环节盈利持续修复，大尺寸电池供给紧缺，电池厂持续涨价，同时电池新技术通过更高的转换效率带来溢价，加速电池环节盈利提升。

组件环节涨价支撑盈利，单瓦净利改善。22Q3 单季度光伏组件企业合计实现营业收入 1054.03 亿元，同比+93.9%，22Q1-22Q3 合计收入 2625.53 亿元，同比+78.4%；22Q3 实现归母净利润 78.81 亿元，同比+111.2%，22Q1-22Q3 合计实现归母净利润 181.33 亿元，同比+70.2%。出货量方面，前三季度主要企业隆基、晶澳、晶科、天合、东方日升出货分别为 31.1GW、26.7GW、29.8GW、28.8GW、14.2GW。受益于收入规模增长和汇兑受益，晶澳、天合 22Q3 单瓦盈利水平维持在 1 毛以上，分别为 0.14 元/W 和 0.11 元/W，晶科受益于 N 型组件出货占比提升，单瓦盈利水平环比提升 2 分至 0.07 元/W。随着四季度新技术电池组件出货占比不断提高，汇兑损益带来超额收益，组件企业单瓦盈利有望继续提升。

图表 17：光伏行业各环节营业收入增速



数据来源：WIND，国新证券整理

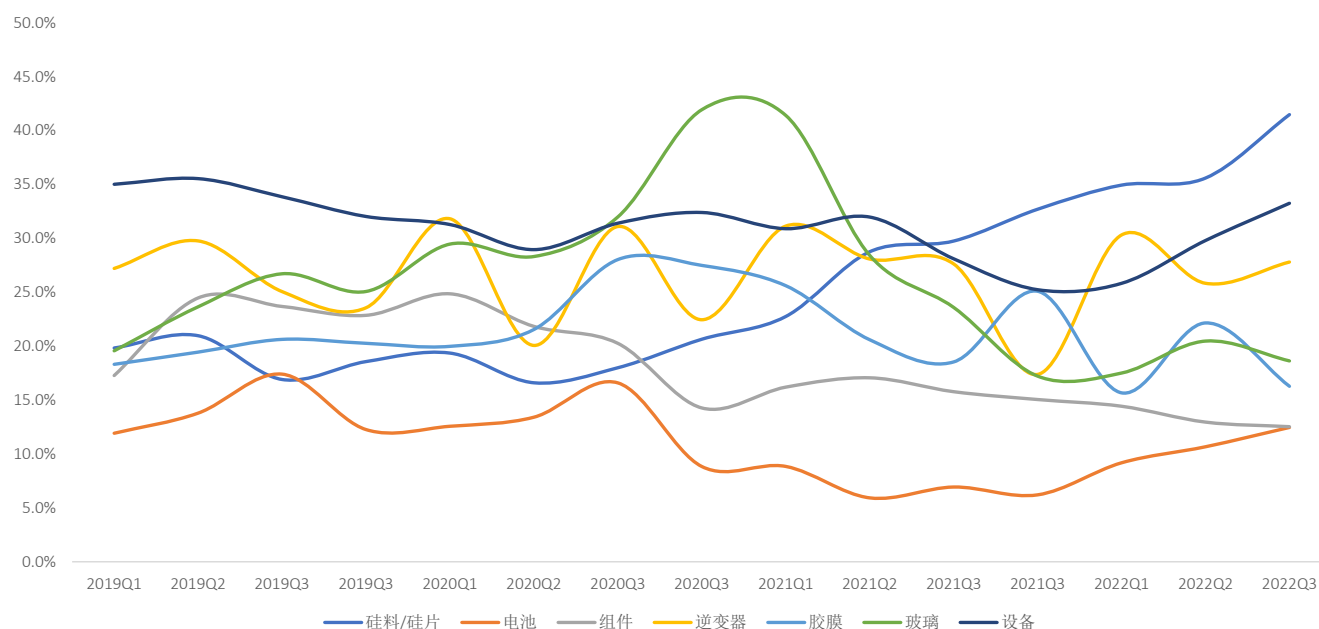
图表 18：光伏各环节归母净利润增速

环节	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q3	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3
硅料/硅片	52.3%	58.2%	20.3%	4.9%	25.2%	-17.6%	170.4%	79.4%	132.0%	359.4%	133.3%	349.3%	448.9%	198.7%	160.9%
电池	104.0%	-99.7%	1504.4%	-114.5%	-3858.8%	30664.3%	84.9%	-11983.1%	65.4%	-274.7%	-166.7%	6.9%	748.8%	322.9%	526.6%
组件	12.8%	59.6%	264.2%	-6.2%	261.1%	117.2%	93.4%	223.1%	40.1%	26.4%	12.8%	-4.9%	39.1%	55.5%	111.2%
逆变器	-6.9%	-7.7%	23.5%	88.4%	41.2%	118.8%	202.9%	119.6%	127.3%	51.3%	3.8%	-60.4%	15.2%	48.9%	95.4%
胶膜	157.2%	84.5%	255.3%	42.1%	24.3%	109.8%	63.5%	92.3%	169.3%	42.9%	10.1%	20.5%	-29.4%	80.3%	-1.2%
玻璃	-32.1%	34.8%	153.5%	168.6%	364.5%	24.5%	56.8%	782.9%	245.8%	67.1%	12.4%	-53.5%	-56.6%	34.0%	16.8%
设备	20.2%	-12.5%	15.6%	-136.2%	-3.7%	38.7%	77.2%	1443.1%	136.9%	111.7%	75.7%	46.4%	59.4%	71.6%	93.5%

数据来源：WIND，国新证券整理

盈利能力方面，硅料/硅片、设备、逆变器和电池环节毛利持续提升。硅料和电池涨价加大组件厂成本压力，从各环节涨价幅度看，硅料、硅片、电池价格涨幅明显快于组件，导致毛利进一步承压。一体化企业 22Q3 毛利率为 13.0%，高于组件企业整体 48pct；净利率为 9.0%，高于组件整体 1.65pct，一体化企业维持更强的盈利能力。辅材环节受主产业链涨价和库存成本较高双重影响，玻璃和胶膜价格持续回落，导致 Q3 毛利下滑。

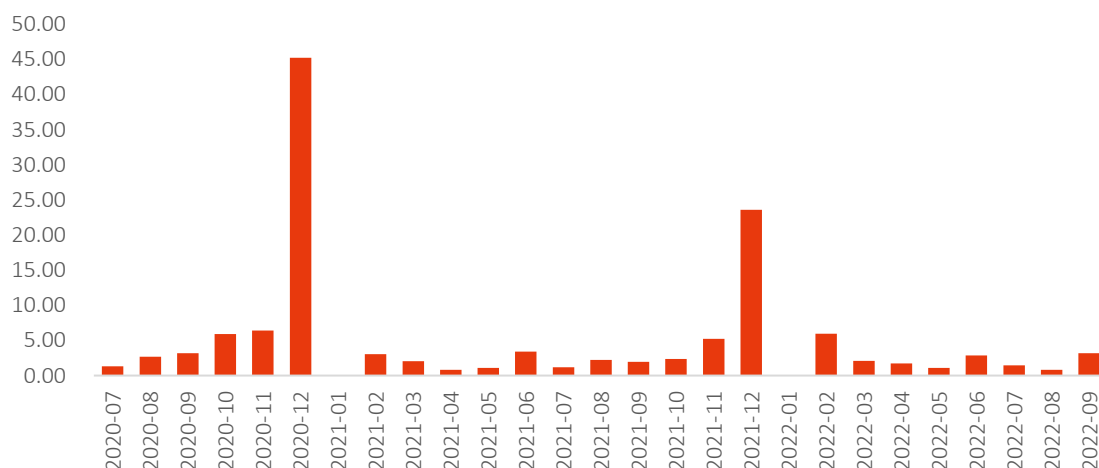
图表 19：光伏行业各环节毛利率变动 (GW)



数据来源：WIND，国新证券整理

（二）风电：底部信号明确，原材料降价缓解成本压力

22Q1-22Q3 国内风电新增装机 19.24GW，同比+17.1%，9 月单月新增装 3.10GW，同比+72.2%，环比+156.2%。从开工情况看，根据国际能源网统计，中国能建、中国电建、华能、国家电投、华润电力、中广核、国家能源集团、大唐、三峡、华电等 10 家央企并网及开工风电项目累计 89 个，规模累计 17.65GW。其中，并网项目 47 个，规模累计 6.26GW，开工项目 42 个，规模累计 11.38GW。

图表 20：22Q1-Q3 风电装机同比增长 17.1% (GW)


数据来源：WIND、国家能源局，国新证券整理

从招标情况看,根据金风科技官网发布的数据,2022Q3 国内风机招标 25.2GW, Q1- Q3 招标总计 76.3GW, 招标规模持续创新高。2021 年全年招标 54GW, 今年全年招标预期超过 90GW。据风芒能源统计, 目前已发布的沿海省市海上风电规划超过 198GW, 其中广东潮州、江苏盐城、福建漳州、山东规划海风装机 43.3/33.02/50/35GW, 截至目前已有 35 个共计约 16.5GW 平价海风项目完成招标。

图表 21：22Q1-Q3 风电招标创新高 (%)


数据来源：金风科技官网，国新证券整理

原材料端，22Q3 铁矿石期货均价 716.42 元/吨，环比下跌 153.19 元/吨，；塔筒主要原材料中厚板（20）钢材 22Q3 均价为 4300.14 元/吨，环比下跌 840.4 元/吨，原材料价格持续回落。铜、铝等海缆主要原材料现货价格小幅下跌，零部件企业原材料压力呈现缓解迹象。

图表 22：22Q3 铁矿石期货价格环比回落



数据来源：大连商品交易所，国新证券整理

图表 23：22Q3 中厚板价格持续下降



数据来源：钢铁工业协会，国新证券整理

图表 24：22Q3 铜现货价格小幅下跌



数据来源：LME，国新证券整理

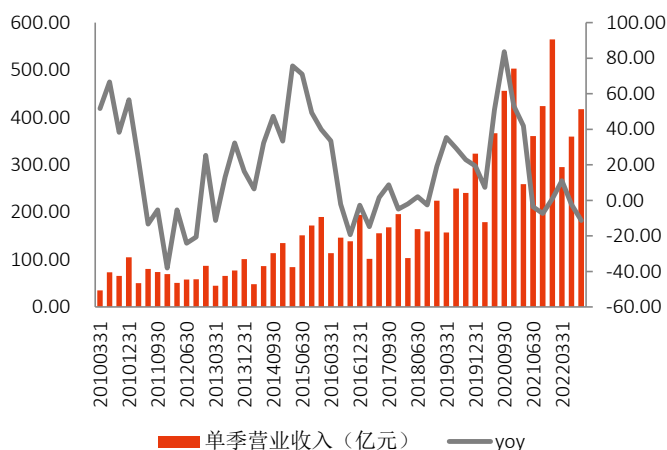
图表 25：22Q3 铝现货价格小幅回落



数据来源：LME，国新证券整理

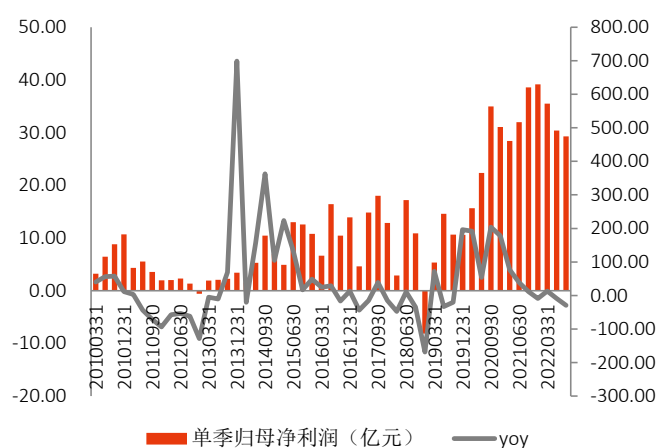
22Q3，风电设备(申万)单季度营业收入417.13亿元，同比-11.3%，环比+15.9%，22Q1-22Q3 收入 1072.07 亿元，同比+2.7%；22Q3 单季度归母净利润 29.27 亿元，同比-29.7%，环比-3.8%，22Q1-22Q3 归母净利润 95.22 亿元，同比-3.8%。

图表 26：风电设备营业收入同比下滑



数据来源：WIND，国新证券整理

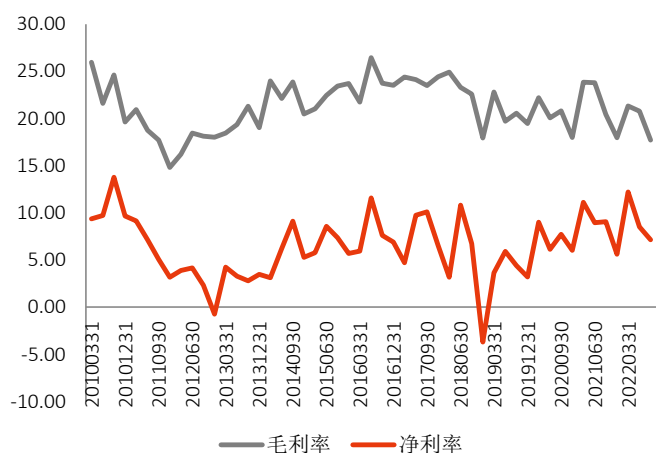
图表 27：风电设备净利润同比环比双降



数据来源：WIND，国新证券整理

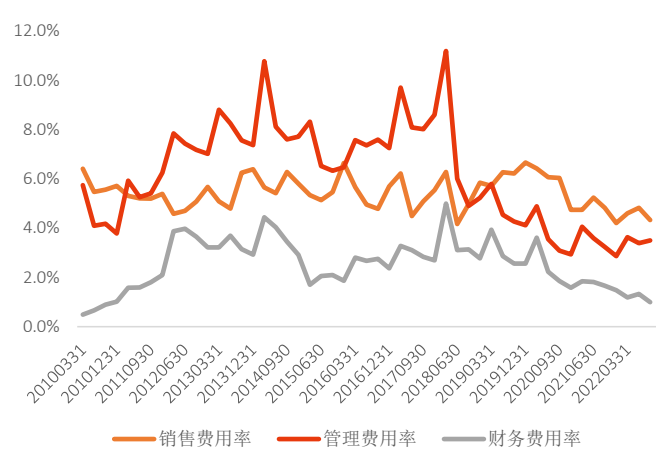
三季度风电设备（申万）盈利能力下滑，22Q3 风电行业毛利率同比-2.7pct，环比-3.1pct；净利率同比-1.9pct，环比-1.4pct。费用端，行业销售费用率、管理费用率、财务费用率环比-0.5、+0.1、-0.3pct，同比-0.5、+0.3、-0.7pct，期间费用率整体略降。

图表 28：风电设备盈利能力下滑



数据来源：WIND，国新证券整理

图表 29：风电设备费用略降

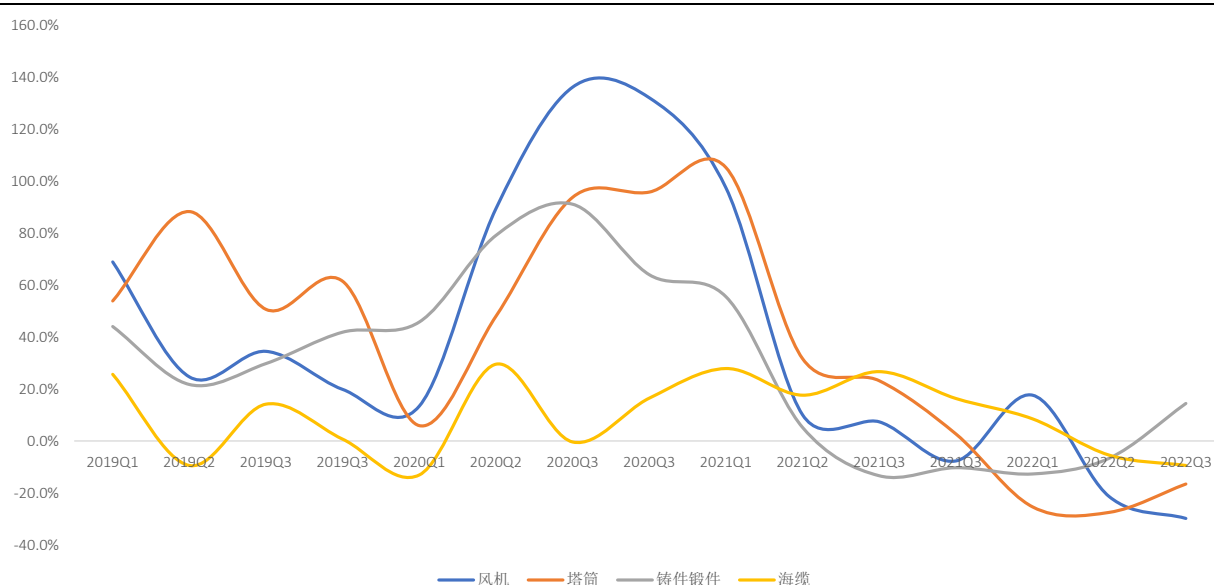


数据来源：WIND，国新证券整理

分子板块看，风电设备仅铸件锻件环节收入同比正增长，行业招标量持续提升，且上游受疫情影响较小，铸锻件企业快速放量，带动收入同比、环比双增长。风机环节，金风科技 22Q3 销售风机 2.94GW，同比下滑 0.44GW，环比增长 0.27GW，从

结构看，中速永磁机组销量占比快速提升，但机组价格偏低，导致公司收入环比下降。**塔筒环节**受疫情反复影响产品交付较为严重，营业收入同比下滑 16.59%，但降幅环比收窄。天顺风能大兆瓦机型及配套部件的产能爬坡不及预期，各地大基地项目进展放缓。出口企业海外订单毛利更高，虽然疫情影响产品交付，但业绩环比改善，在手订单充裕，原材料价格持续下跌，板块底部信号明确。**海缆环节**受去年海风抢装高基数和今年海风建设节奏放缓影响业绩持续下滑。

图表 30：22Q3 风电各环节收入增速



数据来源：WIND，国新证券整理

图表 31：风电各环节单季度归母净利润增速

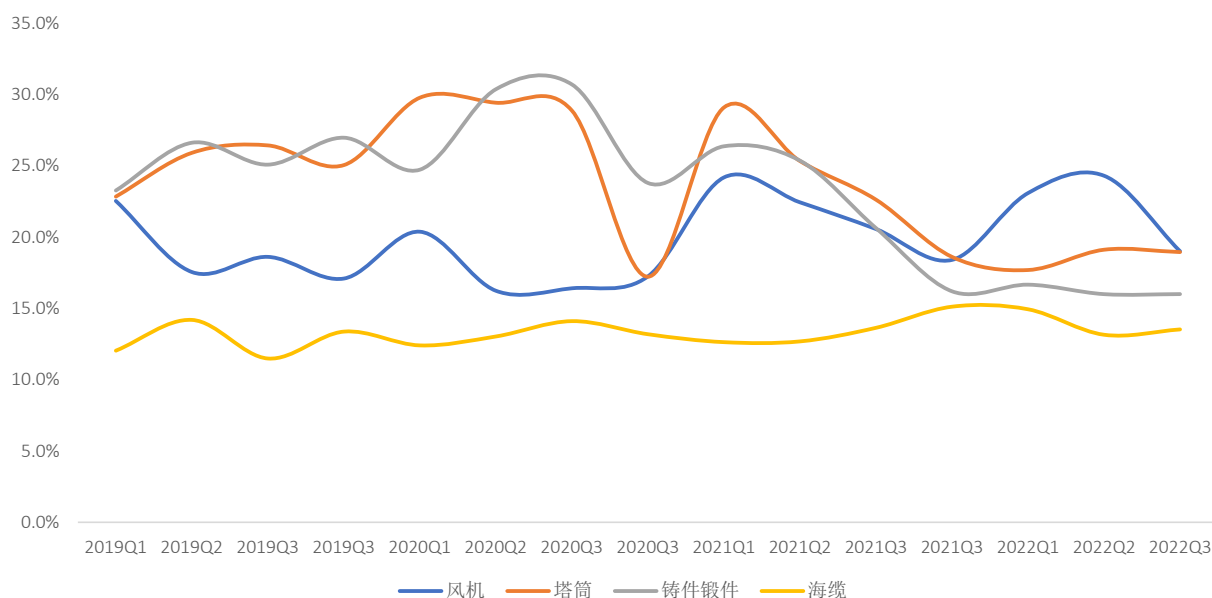
净利润增速	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
风机	250.5%	-49.1%	-58.6%	163.1%	433.8%	22.7%	417.4%	1032.3%	147.4%	141.0%	81.9%	-10.5%	85.9%	-7.8%	-32.3%
塔筒	20.1%	111.9%	123.5%	155.5%	55.7%	93.9%	94.2%	128.0%	302.0%	33.6%	20.3%	-15.3%	-73.4%	-40.5%	-53.5%
铸件锻件	227.5%	79.7%	68.1%	42.6%	118.9%	143.4%	217.0%	187.1%	106.8%	-10.7%	-28.8%	-45.6%	-59.0%	-45.1%	-40.8%
海缆	8.1%	-25.2%	-38.5%	-12.1%	-32.9%	25.5%	28.4%	36.2%	58.5%	-52.7%	3.4%	-187.3%	48.3%	145.1%	11.3%

数据来源：WIND，国新证券整理

受风机招标和交付价格下跌影响，风机环节毛利率大幅下降，22Q3 风机毛利率为 19.0%，同比-1.6pct，环比-5.3pct。塔筒环节毛利环比略降 0.2pct，随着原材料价格下跌，盈利能力有望触底。出口企业毛利修复明显更快，22Q3 毛利为 22.2%，环比+8.4pct，毛利环比变动高于塔筒环节整体 8.6pct。铸锻件和海缆环节毛利环比持平/略增，随着原材料价格进一步回落，高压海缆出货占比提升，铸锻件和海缆环

节盈利拐点信号较为明确。

图表 32：22Q3 风电各环节毛利率变动



数据来源：WIND，国新证券整理

三、光伏、风电央企上市公司 2022 三季度业绩

图表 33：央企上市公司 2022Q3 业绩

证券代码	证券简称	22Q3 业绩
600458.SH	时代新材	公司 Q3 单季度实现营业收入 34.16 亿元，同比增长 9.1%，归母净利润 0.66 亿元，增长 298.3%。Q1-Q3 实现营业收入 105.5 亿元，同比-1.9%，归母净利润 2.08 亿元，同比增长 37.6%。风电叶片 Q3 单季度生产 2.40GW，收入 9.5 亿元；汽车零部件业务收入 14.3 亿元；轨交、工业工程零部件业务收入 8.91 亿元。
600151.SH	航天机电	公司 Q3 单季度实现营业收入 22.17 亿元，同比增长 39.05%，归母净利润亏损 0.29 亿元，扣非归母净利润亏损 0.3 亿元。Q1-Q3 实现营业收入 60.28 亿元，同比增长 38.0%，归母净利润亏损 0.09 亿元，扣非归母净利润亏损 0.23 亿元。
600973.SH	宝胜股份	公司 Q3 单季度营业收入 108.71 亿元，同比下滑 1.6%，Q1-Q3 营业收入 311.84 亿元，同比下滑 1.5%。Q3 单季度归母净利润 0.33 亿元，同比下滑 64.3%，Q1-Q3 归母净利润 0.12 亿元，同比下滑 96.0%。

资料来源：公司公告，国新证券整理

四、风险提示

1、原材料价格波动；

- 2、项目开工不及预期；
- 3、疫情反弹；
- 4、地缘战争及冲突加剧等。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

张心颐在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。国新证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。

国新证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券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的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。

本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

国新证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号中国人保寿险大厦 11 层(100020)

传真：010-85556155 网址：www.crsec.com.cn