

# 阳光电源

## 1H20 业绩符合预期，市占率提升，政策驱动储能市场空间释放

### 业绩回顾

#### 1H20 公司业绩符合预期

公司公布 1H20 业绩：实现收入 69.42 亿元，同比+55.6%；归母净利润 4.46 亿元，同比+34.1%，扣非后归母净利润同比+43.4%至 4.11 亿元，对应每股盈利 0.31 元，靠近业绩预告增速上限，符合预期。2Q20 归母净利润 2.87 亿元，同比+78%，增速较 1Q20 大幅回升（1Q20 净利润同比下滑 6.8%）。

**需求超预期叠加市占率提升，1H20 逆变器业务营收同比+60.6%。**二季度在疫情影响下国内、海外光伏需求依然展现韧性，加之逆变器市占率提升，1H20 逆变器业务实现营收 26.7 亿元，同比+60.6%。毛利率同比+1.9ppt 至 32.4%，我们认为主要受益于海外出货量比例、组串出货比例提升。

**1H20 电站 EPC 毛利率承压，储能快速增长。**受益于公司储备项目丰富、加快开发力度，实现营收快速增长，由于竞价政策导致竞争加剧，EPC 价格承压，毛利率大幅下滑 16.3ppt 至 7.3%。储能板块实现营收 2.5 亿元，同比+49.7%。

#### 发展趋势

**下半年国内需求有保障，看好逆变器全球市占率持续提升。**我们认为综合考虑 2019 年顺延的 21 吉瓦项目以及今年新增的 26 吉瓦竞价、33 吉瓦平价项目，下半年国内光伏需求有望得到支撑。公司不断加快全球扩张步伐，根据智信咨询数据，2020 年 1-5 月公司海外出口逆变器出货量 4.27 吉瓦（不含印度工厂的 1.9 吉瓦），排名第 2，市占率约 18%（2019 年公司全球市占率约 13%），我们看好公司逆变器全球市占率持续提升。

**储能竞争优势明显，政策驱动储能行业快速发展。**我们认为储能在已经电力市场化、具备调峰调频辅助服务市场的海外地区将率先爆发。公司 2014 年布局储能，先发优势显著，已参与超 1000 个全球储能项目，在北美、澳洲的工商业及户用光储市占率超 20%。伴随国内平价时代到来，储能也已纳入未来新能源建设体系中。近日发改委、能源局印发《关于开展“风光水火储一体化”“源网荷储一体化”的指导（征求意见稿）》，我们认为储能重要性将不断显现，公司有望充分受益。

#### 盈利预测与估值

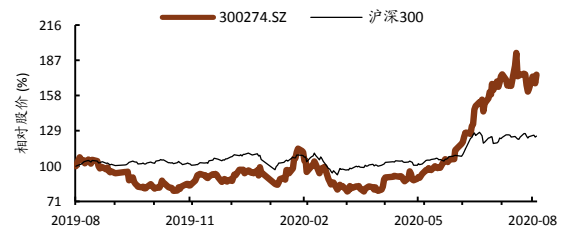
维持公司 2020/2021 盈利预测 11.68/13.47 亿元不变，维持跑赢行业评级，上调公司目标价 8%至 26 元，对应 33 倍 2020 年市盈率和 28 倍 2021 年市盈率，较当前股价有 24%的上行空间，当前股价对应 26.1 倍 2020 年市盈率和 22.6 倍 2021 年市盈率。

#### 风险

光伏需求低于预期；电站 EPC 价格下降风险；储能推进低于预期。

### 维持跑赢行业

股票代码	300274.SZ
评级	跑赢行业
最新收盘价	人民币 20.95
目标价	人民币 26.00
52 周最高价/最低价	人民币 23.57~9.35
总市值(亿)	人民币 305
30 日均成交额(百万)	人民币 610.83
发行股数(百万)	1,456
其中：自由流通股(%)	74
30 日均成交量(百万股)	29.39
主营行业	工业



(人民币 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	10,369	13,003	15,233	18,008
增速	16.7%	25.4%	17.1%	18.2%
归属母公司净利润	810	893	1,168	1,347
增速	-21.0%	10.2%	30.8%	15.4%
每股净利润	0.56	0.61	0.80	0.92
每股净资产	5.29	5.90	6.64	7.45
每股股利	0.06	0.06	0.12	0.14
每股经营现金流	0.12	1.70	0.94	1.17
市盈率	37.7	34.2	26.1	22.6
市净率	4.0	3.5	3.2	2.8
EV/EBITDA	17.3	20.6	14.5	12.8
股息收益率	0.3%	0.3%	0.6%	0.7%
平均总资产收益率	4.7%	4.3%	4.8%	4.9%
平均净资产收益率	11.1%	11.0%	12.8%	13.1%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

蒋昕昊

分析师

xinhao.jiang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080519020002

SFC CE Ref: BOE414

张钰琪

分析师

yuqi3.zhang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080520040001

刘俊

分析师

jun3.liu@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080518010001

SFC CE Ref: AVM464

王嵩

联系人

song.wang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080117120052

SFC CE Ref: BLE051



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	10,369	13,003	15,233	18,008	营业收入	16.7%	25.4%	17.1%	18.2%
营业成本	7,791	9,907	11,402	13,590	营业利润	-20.3%	14.8%	29.6%	15.2%
税金及附加	35	47	55	64	EBITDA	21.3%	-19.1%	38.0%	8.7%
营业费用	698	918	1,076	1,272	净利润	-21.0%	10.2%	30.8%	15.4%
管理费用	295	349	409	484	<b>盈利能力</b>				
财务费用	16	8	28	-6	毛利率	24.5%	23.5%	24.8%	24.2%
其他	95	-84	-31	-30	营业利润率	8.8%	8.1%	8.9%	8.7%
营业利润	912	1,048	1,358	1,564	EBITDA 利润率	16.4%	10.6%	12.4%	11.4%
营业外收支	10	-16	-16	-16	净利率	7.8%	6.9%	7.7%	7.5%
利润总额	923	1,032	1,342	1,548	<b>偿债能力</b>				
所得税	105	120	174	201	流动比率	1.56	1.51	1.53	1.51
少数股东损益	8	19	0	0	速动比率	1.30	1.24	1.25	1.23
归属母公司净利润	810	893	1,168	1,347	现金比率	0.34	0.37	0.37	0.39
EBITDA	1,697	1,372	1,893	2,058	资产负债率	57.8%	61.6%	61.4%	62.3%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	3,176	4,457	5,168	6,336	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	7,233	7,365	8,628	10,199	总资产收益率	4.7%	4.3%	4.8%	4.9%
预付款项	166	260	299	356	净资产收益率	11.1%	11.0%	12.8%	13.1%
存货	2,459	3,339	3,853	4,592	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	1,431	3,009	3,105	3,224	每股净利润 (元)	0.56	0.61	0.80	0.92
流动资产合计	14,465	18,429	21,051	24,707	每股净资产 (元)	5.29	5.90	6.64	7.45
固定资产及在建工程	2,507	2,958	3,029	3,079	每股股利 (元)	0.06	0.06	0.12	0.14
无形资产及其他长期资产	1,521	1,431	1,409	1,411	每股经营现金流 (元)	0.12	1.70	0.94	1.17
非流动资产合计	4,028	4,390	4,438	4,490	<b>估值分析</b>				
资产合计	18,493	22,819	25,489	29,198	市盈率	37.7	34.2	26.1	22.6
短期借款	722	516	333	333	市净率	4.0	3.5	3.2	2.8
应付账款及票据	7,055	9,338	10,747	12,810	EV/EBITDA	17.3	20.6	14.5	12.8
其他流动负债	1,471	2,339	2,703	3,177	股息收益率	0.3%	0.3%	0.6%	0.7%
流动负债合计	9,248	12,193	13,783	16,320					
长期借款和应付债券	1,255	1,596	1,596	1,596					
其他非流动负债	195	275	275	275					
非流动负债合计	1,450	1,871	1,871	1,871					
负债合计	10,698	14,064	15,655	18,192					
归母所有者权益	7,706	8,594	9,674	10,846					
少数股东权益	89	161	161	161					
负债及股东权益合计	18,493	22,819	25,489	29,198					
<b>现金流量表</b>									
净利润	810	893	1,168	1,347					
折旧和摊销	147	181	200	200					
营运资本变动	-1,256	1,834	-290	-152					
其他	481	-427	292	302					
经营活动现金流	181	2,480	1,370	1,697					
资本开支	-840	-683	-360	-360					
其他	285	-921	0	0					
投资活动现金流	-555	-1,605	-360	-360					
股权融资	37	40	0	0					
银行借款	-249	135	-183	0					
其他	826	-194	-116	-169					
筹资活动现金流	615	-20	-299	-169					
汇率变动对现金的影响	14	9	0	0					
现金净增加额	255	864	711	1,168					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

## 公司简介

阳光电源股份有限公司成立于 2007 年，经过多年自主研发，公司已经成为国内最大的光伏逆变器生产商，近年来全球出货量稳居前列。主要产品有光伏逆变器、风能变流器、储能系统、新能源汽车驱动系统、水面光伏浮体、智慧能源运维服务等，并致力于提供全球一流的光伏电站解决方案。此外，公司主持制定的《并网光伏发电专用逆变器技术要求和试验方法》于 2013 年末被批准公布成为国家标准，于 2014 年 8 月 15 日起正式实施。



图表 1: 季度数据回顾

人民币 百万元	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	QoQ	YoY
营业收入	1,706	2,190	1,749	4,724	2,219	2,243	2,722	5,819	1,847	5,095	175.9%	127.1%
营业成本	1,180	1,572	1,199	3,840	1,628	1,587	2,114	4,578	1,323	4,205	217.9%	165.0%
税金及附加	4	6	2	22	6	8	7	25	7	14	108.3%	72.9%
毛利	525	618	550	885	591	657	607	1,241	524	891	70.0%	35.6%
销售费用	106	183	144	265	140	186	223	369	197	276	40.5%	48.5%
管理费用	151	192	126	9	69	81	89	110	94	101	7.5%	24.6%
研发费用	-	-	104	197	93	152	151	239	112	190	69.9%	24.5%
财务费用	14	-11	-23	35	41	-44	-35	45	18	-28	-253.7%	36.0%
资产减值损失	47	79	2	173	67	-	-	-29	-	-	n.a.	n.a.
公允价值变动损益	0	-	-	0	-	-	-	-53	1	1	36.4%	n.a.
投资收益	12	17	19	19	3	17	3	-1	10	-1	-113.3%	-108.0%
其他收益	7	22	26	39	24	24	50	46	31	39	23.6%	61.2%
营业利润	223	208	240	242	201	188	245	414	179	301	68.3%	60.4%
营业外收入	1	-1	5	10	5	4	5	4	3	6	106.1%	78.4%
营业外支出	0	1	2	1	4	16	1	12	5	1	-86.6%	-95.7%
利润总额	224	206	243	250	202	175	248	406	177	307	73.5%	75.2%
所得税	22	26	12	45	26	11	15	68	16	13	-15.1%	24.1%
少数股东损益	-0	-0	7	2	5	3	11	0	2	7	324.2%	135.6%
净利润	203	180	224	202	171	161	222	338	160	287	79.7%	77.6%
每股收益 (元)	0.14	0.12	0.15	0.14	0.12	0.11	0.15	0.23	0.11	0.20	79.7%	77.6%
财务比率	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	QoQ	YoY
毛利率	30.8%	28.2%	31.5%	18.7%	26.6%	29.3%	22.3%	21.3%	28.4%	17.5%	-10.89ppt	-11.80ppt
销售费用率	6.2%	8.4%	8.3%	5.6%	6.3%	8.3%	8.2%	6.3%	10.6%	5.4%	-5.22ppt	-2.87ppt
管理费用率	8.8%	8.7%	7.2%	0.2%	3.1%	3.6%	3.3%	1.9%	5.1%	2.0%	-3.10ppt	-1.63ppt
研发费用率	0.0%	0.0%	5.9%	4.2%	4.2%	6.8%	5.6%	4.1%	6.0%	3.7%	-2.32ppt	-3.06ppt
财务费用率	0.8%	-0.5%	-1.3%	0.7%	1.9%	-2.0%	-1.3%	0.8%	1.0%	-0.6%	-1.54ppt	1.41ppt
营业利润率	13.1%	9.5%	13.7%	5.1%	9.1%	8.4%	9.0%	7.1%	9.7%	5.9%	-3.78ppt	-2.46ppt
有效税率	9.7%	12.8%	4.9%	18.2%	13.0%	6.2%	6.1%	16.7%	8.9%	4.4%	-4.55ppt	-1.80ppt
净利润率	11.9%	8.2%	12.8%	4.3%	7.7%	7.2%	8.1%	5.8%	8.6%	5.6%	-3.01ppt	-1.57ppt

资料来源：公司公告，中金公司研究部

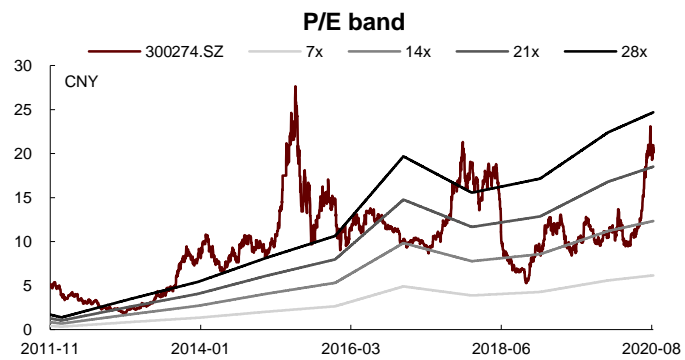
图表 2: 半年度数据回顾

(人民币百万元)	1H18A	2H18A	1H19A	2H19A	1H20A	YoY	HoH	2020E	1H as % of FY
收入	3,895	6,474	4,462	8,541	6,942	55.6%	-18.7%	15,233	45.6%
毛利	1,143	1,435	1,248	1,849	1,414	13.3%	-23.5%	3,831	36.9%
营业利润	431	481	389	659	480	23.5%	-27.1%	1,358	35.4%
净利润	383	427	333	560	446	34.1%	-20.3%	1,168	38.2%
全面摊薄每股收益 (元)	0.26	0.29	0.23	0.38	0.31	34.1%	-20.3%	0.80	38.3%
毛利率	29.3%	22.2%	28.0%	21.6%	20.4%	-7.6ppt	-1.3ppt	24.8%	
营业利润率	11.1%	7.4%	8.7%	7.7%	6.9%	-1.8ppt	-0.8ppt	8.9%	
净利润率	9.8%	6.6%	7.5%	6.6%	6.4%	-1ppt	-0.1ppt	7.7%	

资料来源：公司公告，中金公司研究部

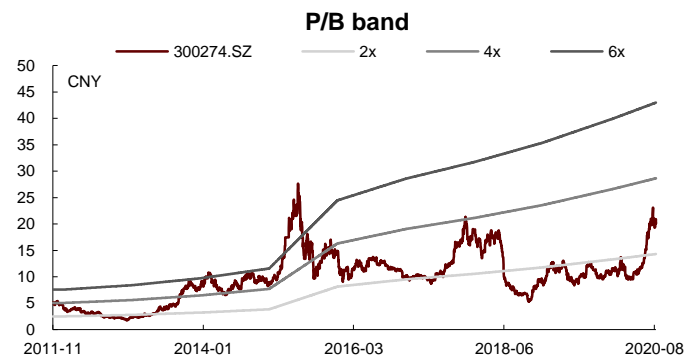


图表 3：历史 P/E



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表 4：历史 P/B



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部



图表 5：可比公司估值表

公司名称	股票代码	交易货币	收盘价	市值 (百万美元)	财报货币	市盈率			市净率			净资产收益率 (%)		EV/EBITDA	
						2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2019A	2020E
大全新能源*	DQ.US	USD	123.20	1,712	USD	58.6	11.0	7.6	3.1	2.5	1.9	5.4	25.3	20.6	6.2
保利协鑫*	03800.HK	HKD	0.32	873	CNY	16.7	3.1	n.a.	0.3	0.2		1.6	7.9	8.4	6.7
新特能源	01799.HK	HKD	4.28	577	CNY	10.9	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	3.8	n.a.	11.6	n.a.
平均值				1,054		28.7	7.1	7.6	1.2	1.4	1.9	3.6	16.6	13.5	6.5
隆基股份*	601012.SH	CNY	60.60	33,168	CNY	43.3	26.0	21.6	8.3	6.4	5.0	24.0	27.8	26.3	17.7
中环股份*	002129.SZ	CNY	21.48	9,453	CNY	66.2	38.3	25.5	4.2	3.8	3.4	6.6	10.5	16.0	13.2
京运通	601908.SH	CNY	4.90	1,418	CNY	24.3	n.a.	n.a.	1.4	n.a.	n.a.	5.1	n.a.	10.8	n.a.
晶盛机电	300316.SZ	CNY	26.38	4,922	CNY	51.7	37.5	29.7	7.2	6.4	5.5	14.9	17.3	24.9	29.2
平均值				12,240		46.4	33.9	25.6	5.3	5.6	4.6	12.7	18.5	19.5	20.1
通威股份*	600438.SH	CNY	23.20	14,434	CNY	34.2	25.2	19.8	5.1	4.9	4.2	16.3	20.6	18.8	15.1
爱康科技	002610.SZ	CNY	2.13	1,389	CNY	n.a.	106.5	23.7	2.3	1.8	1.8	-32.3	-39.2	25.2	n.a.
平均值				7,912		34.2	65.9	21.7	3.7	3.3	3.0	-8.0	-9.3	22.0	15.1
阿特斯*	CSIQ.US	USD	28.64	1,691	USD	10.1	5.7	5.1	1.2	1.0	0.8	13.1	19.6	8.0	5.0
晶科能源*	JKS.US	USD	21.62	961	CNY	7.3	5.7	4.6	0.7	0.7	0.6	10.5	13.0	5.2	3.7
昱辉阳光	SOL.US	USD	2.22	107	USD	n.a.	n.a.	55.5	11.3	n.a.	n.a.	-9.5	-2.8	24.8	26.3
晶澳科技	002459.SZ	CNY	22.90	4,499	CNY	11.3	21.9	16.7	3.5	3.3	2.7	40.0	15.0	6.0	11.2
天合光能	688599.SH	CNY	16.58	4,978	CNY	46.1	n.a.	n.a.	2.4	n.a.	n.a.	5.5	n.a.	n.a.	n.a.
东方日升	300118.SZ	CNY	16.08	2,104	CNY	16.8	14.2	11.6	1.6	1.6	1.4	10.1	11.0	12.2	15.1
拓日新能	002218.SZ	CNY	3.96	712	CNY	38.4	n.a.	n.a.	1.6	n.a.	n.a.	4.8	n.a.	13.7	n.a.
中来股份	300393.SZ	CNY	8.64	977	CNY	22.3	18.8	11.8	1.8	n.a.	n.a.	6.2	9.3	11.0	n.a.
SUNPOWER CORP-CLASS A	SPWRA.US	USD	n.a.	n.a.	USD	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-177.6	n.a.	n.a.
平均值				2,004		21.8	13.2	17.6	3.0	1.6	1.4	10.1	-16.1	11.6	12.3
阳光电源*	300274.SZ	CNY	20.95	4,427	CNY	34.2	26.1	22.6	3.5	3.2	2.8	11.0	12.8	20.6	14.5
锦浪科技	300763.SZ	CNY	96.01	1,927	CNY	96.6	49.5	31.9	15.0	11.2	8.2	20.8	24.3	19.9	38.0
ENPHASE ENERGY	ENPH.US	USD	73.44	9,254	USD	74.8	62.8	44.9	25.0	20.3	12.5	69.5	35.9	25.0	50.6
SOLAREDGE TECHNOLOGIES	SEDG.US	USD	210.44	10,547	USD	56.2	55.3	42.9	11.4	10.7	8.2	21.7	21.4	16.4	40.0
平均值				6,539		65.4	48.4	35.6	13.7	11.3	7.9	30.7	23.6	20.5	35.8
利德浆料	831678.NEEQ		n.a.	n.a.		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
帝科股份	300842.SZ	CNY	69.92	1,015	CNY	74.4	67.9	43.3	13.0	7.8	6.8	19.2	12.3	n.a.	n.a.
回天新材	300041.SZ	CNY	14.20	878	CNY	31.7	26.4	20.6	3.3	3.3	3.1	10.6	12.6	18.1	19.8
易通科技	834421.NEEQ		n.a.	n.a.		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
清源股份	603628.SH	CNY	8.69	345	CNY	n.a.	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.	-5.8	n.a.	30.9	n.a.
平均值				746		53.0	47.2	32.0	6.3	5.6	5.0	8.0	12.4	24.5	19.8
福斯特*	603806.SH	CNY	70.89	7,916	CNY	38.7	47.0	38.7	5.7	7.4	6.5	15.8	16.7	30.1	36.7
海优新材	831697.NEEQ		n.a.	n.a.		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
上海天洋	603330.SH	CNY	26.55	589	CNY	255.7	n.a.	n.a.	6.6	n.a.	n.a.	2.5	n.a.	23.8	n.a.
平均值				4,253		147.2	47.0	38.7	6.2	7.4	6.5	9.2	16.7	26.9	36.7
信义光能*	00968.HK	HKD	9.80	10,323	HKD	32.6	24.1	16.5	5.6	4.8	4.1	19.8	21.5	21.2	16.2
福莱特-H*	06865.HK	HKD	11.50	5,596	CNY	28.1	17.9	10.1	4.5	3.6	2.7	17.5	22.1	21.4	11.2
彩虹新能源	00438.HK	HKD	0.91	262	CNY	20.2	n.a.	n.a.	7.5	n.a.	n.a.	43.6	n.a.	n.a.	n.a.
福莱特-A*	601865.SH	CNY	22.63	5,593	CNY	61.5	39.6	22.4	9.8	7.9	6.0	17.5	22.1	46.9	24.6
南玻 A	000012.SZ	CNY	5.71	1,958	CNY	30.3	24.8	19.9	1.8	1.8	1.6	5.8	8.1	6.8	7.0
安彩高科	600207.SH	CNY	5.31	665	CNY	140.1	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.	4.2	n.a.	43.7	n.a.
亚玛顿	002623.SZ	CNY	35.55	827	CNY	n.a.	71.1	47.8	2.7	2.6	2.4	-2.2	4.4	33.1	19.6
平均值				3,603		52.1	35.5	23.4	4.9	4.1	3.4	15.2	15.6	28.8	15.7
SUNRUN	RUN.US	USD	52.10	6,417	USD	n.a.	n.a.	60.8	7.2	6.8	8.9	-0.0	9.3	n.a.	n.a.
信义能源*	03868.HK	HKD	2.71	2,361	HKD	20.5	17.1	13.8	1.8	1.8	1.9	10.8	10.6	12.5	9.2
协鑫新能	00451.HK	HKD	0.15	369	CNY	5.6	6.7	6.7	0.3	0.4	0.4	5.5	4.7	8.0	8.5
林洋能源*	601222.SH	CNY	7.15	1,814	CNY	17.9	12.0	9.0	1.2	1.1	1.0	6.8	9.7	10.9	9.1
正泰电器	601877.SH	CNY	34.13	10,657	CNY	19.4	17.3	14.8	3.0	2.7	2.4	15.4	15.7	12.4	13.7
晶科科技	601778.SH	CNY	7.29	2,928	CNY	18.1	n.a.	n.a.	2.1	n.a.	n.a.	13.7	n.a.	n.a.	n.a.
太阳能	000591.SZ	CNY	4.41	1,927	CNY	14.1	12.3	10.3	1.0	n.a.	n.a.	7.1	n.a.	9.7	n.a.
ST 中海	430065.NEEQ		n.a.	n.a.		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				3,782		15.9	13.1	19.2	2.4	2.6	2.9	8.5	10.0	10.7	10.1

注：标\*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

A 股收盘于北京时间 2020-08-27；港股收盘于北京时间 2020-08-27；SPWRA.US 收盘于北京时间 2000-01-01；DQ.US, CSIQ.US, JKS.US, SOL.US, ENPH.US, SEDG.US, RUN.US 收盘于北京时间 2020-08-27

资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部



---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。





**特别声明**

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

**中金研究基本评级体系说明：**

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

**股票评级定义：**

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

**行业评级定义：**

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624  
编辑：赵静



## 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

### 美国

**CICC US Securities, Inc**

32<sup>th</sup> Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

### 英国

**China International Capital Corporation (UK) Limited**

25<sup>th</sup> Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

### 新加坡

**China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited**

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

### 香港

**中国国际金融（香港）有限公司**

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

### 上海

**中国国际金融股份有限公司上海分公司**

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

### 深圳

**中国国际金融股份有限公司深圳分公司**

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

