

二次设备和电力电子企业三季报相对靓丽

研究结论

- **电气设备和新能源板块前三季度收入小幅增长，利润同比负增长。**我们在选取了 118 家上市公司进行分析，全行业 1-9 月累计实现收入 2458.42 亿元，同比增长 14.32%，累计实现净利润 193.57 亿元，同比下降 3.29%，1-9 月份收入同比增长增幅为负的公司共有 19 家，增幅为 0—30% 的公司共有 59 家，增幅为 30% 以上的公司共有 40 家。净利润 1-9 月份同比增长增幅为负的公司共有 50 家，增幅为 0—30% 的公司共有 34 家，增幅为 30% 以上的公司共有 34 家。
- **二次设备企业业绩表现最为优异。**二次设备统计的公司有 13 家，1-9 月收入 103.32 亿元，同比增长 32.67%，净利润 9.48 亿元，同比增长 38.5%。净利润同比增长为负的有 6 家，增幅 30% 以上的有 4 家。国电南瑞（未评级）、四方股份（未评级）、国电南自（未评级）、许继电气（未评级）等综合型的二次设备龙头企业表现优异，但许继电气净利润增长幅度较小，由于智能配电网、用电端智能化等领域逐步兴起，行业增速依然可期。我们看好二次设备龙头企业。
- **电力电子板块保持高增长，但三季度增速有所下滑。**电力电子板块统计 13 家公司，1-9 月收入 70.29 亿元，同比增长 38.63%，净利润 12.11 亿元，同比增长 28.31%，与半年报相比增速下滑。净利润增幅为负的公司有 2 家，增幅 0—30% 的有 5 家，增幅为 30% 以上的有 8 家。符合市场预期的有汇川技术、合康变频（未评级），而英威腾（未评级）、荣信股份则低于预期。
- **一次设备企业收入总体保持增长，但利润同比降低 27%。**一次设备板块统计 43 家公司，1-9 月实现累计收入 706.48 亿元，同比增长 11.03%，实现累计净利润 45.65 亿元，同比降低 27.53%，其中特高压板块收入同比降低 2.3%，净利润同比下滑 44.5%，电线电缆公司由于铜价上涨使得收入同比增长 33%，但利润同比下滑 11%。中压电气受益于城农网改造及固定资产投资增长，收入和利润均实现 20% 以上的增长，而智能电表板块总体保持增长，上游芯片企业业绩增长较快。
- **光伏板块前三季同比增长较快，但单季度环比收入和利润均负增长。**光伏板块共有企业 15 家：光伏板块 1-9 月实现累计收入 258.94 亿元，同比增长 46%，实现累计净利润 33.42 亿元，同比增长 40%。
- **风电板块同比负增长，还在探底过程中。**风电板块 1-9 月份实现累计收入 323.98 亿元，同比下降 11.17%，实现累计归属于母公司股东的净利润 25.28 亿元，同比下降 45.48%。利预计整个行业还在探底过程之中。
- **核电、水电和火电设备保持稳步增长。**核电、水电和火电共统计 11 家公司，实现累计收入 897.03 亿元，同比增长 14.05%，实现累计归属于母公司股东的净利润 46.09 亿元，同比增长 26.62%。行业保持稳步增长。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

曾朵红
8621-63325888-6089
zengduohong@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511080001

联系人

方重寅
8621-63325888 × 7500
fangcy@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

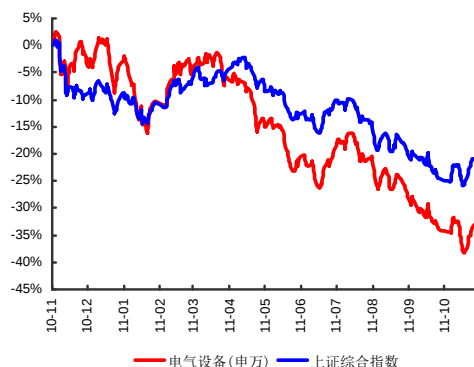
行业

电力设备和新能源行业

报告发布日期

2011 年 11 月 7 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2010	2011E	2012E	2013E	评级
国电南自	0.21	0.39	0.56	0.81	买入
森源电气	0.41	0.72	1.07	1.49	买入
荣信股份	0.53	0.67	0.90	1.20	买入
汇川技术	1.02	1.81	2.68	3.91	买入
特变电工	0.6	0.54	0.65	0.76	买入
思源电气	1.26	0.37	0.48	0.67	增持
盾安环境	0.29	0.42	0.61	0.90	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目录

前言	4
二次设备三季报表现依然靓丽	5
二次设备龙头企业业绩保持高增长	5
二次设备龙头企业毛利率保持稳定，小企业毛利率小幅下滑	6
电力电子公司持续高增长，但增速普遍下滑	7
电力电子企业收入和利润全部实现正增长	7
变频类企业毛利率保持稳定，其他电力电子企业利润率下滑	7
一次设备企业压力凸显	8
高压一次设备收入增长承压，中压、电表和电缆小有增长	8
一次设备毛利率同比和环比均出现下滑	10
光伏公司收入同比大幅增长，但环比有所下滑	12
光伏企业收入和利润同比大幅增长	12
组件企业毛利率环比上升，光伏设备企业毛利率高	13
风电企业承压，毛利率下滑明显	14
部分风电企业收入开始负增长，利润也开始下滑	14
风电企业毛利率同比下滑明显，环比下降放缓	15
其他发电设备稳步增长	15
核电、火电、水电企业收入小幅增长	15
核电、火电和水电企业利润率总体保持稳定	16
其他电力设备企业增长各异	17
利润率变动差异较大，总体呈现下滑趋势	18

图表目录

图表 1 电力设备和新能源板块三季报收入和净利润情况统计	4
图表 2 电力设备和新能源板块三季报整体情况统计	4
图表 3 电力设备和新能源板块 1-9 月毛利率和净利率情况统计	4
图表 4 2011 年 1-9 月电气设备指数和上证综指	5
图表 5 2011 年 1-11 月电气设备指数和上证综指	5
图表 6 二次设备公司收入和净利润变动情况分析表	6
图表 7 二次设备公司毛利率和净利率变动情况分析表	6
图表 8 电力电子公司收入和净利润变动情况分析表	7
图表 9 电力电子公司毛利率和净利率变动情况分析表	8
图表 10 一次设备公司收入和净利润变动情况分析表	9
图表 11 一次设备公司毛利率和净利率变动情况分析表	10
图表 12 光伏公司收入和净利润变动情况分析表	12
图表 13 光伏公司毛利率和净利率变动情况分析表	13
图表 14 风电公司收入和净利润变动情况分析表	14
图表 15 风电公司毛利率和净利率变动情况分析表	15
图表 16 核电等发电设备公司收入和净利润变动情况分析表	16
图表 17 核电等发电设备公司毛利率和净利率变动情况分析表	16
图表 18 其他电力设备公司收入和净利润变动情况分析表	17
图表 19 其他电力设备公司毛利率和净利率变动情况分析表	18
附图表：相关上市公司近期资金流向	错误!未定义书签。

前言

电气设备和新能源板块 1-9 月份业绩分化较为严重。我们在电力设备和新能源板块共选取了 118 家上市公司进行了统计分析，全行业 1-9 月累计实现收入 2458.42 亿元，同比增长 14.32%，累计实现净利润 193.57 亿元，同比下降 3.29%，1-9 月份收入同比增长增幅为负的公司共有 19 家，增幅为 0—30% 的公司共有 56 家，增幅为 30% 以上的公司共有 40 家。净利润 1-9 月份同比增长增幅为负的公司共有 50 家，增幅为 0—30% 的公司共有 34 家，增幅为 30% 以上的公司共有 34 家。

图表 1 电力设备和新能源板块三季报收入和净利润情况统计

	营业收入（亿元）	同比增速（%）	归属母公司股东净利润（亿元）	同比增速（%）
全行业	2458.42	14.32%	193.57	-3.29%
一次设备	706.48	11.03%	43.86	-27.48%
二次设备	103.32	32.67%	9.48	38.50%
电力电子	70.29	38.63%	12.11	28.31%
光伏	258.94	45.66%	33.42	40.34%
风电	323.98	-11.17%	25.28	-45.48%
其他发电设备	897.03	14.50%	57.37	24.46%
其他电力设备	98.39	16.89%	12.06	69.10%

资料来源：wind、东方证券研究所

图表 2 电力设备和新能源板块三季报整体情况统计

公司数量	收入同比增速	归属母公司净利润同比增速
同比负增长	19	50
同比增长幅度在 0%—30%	56	34
同比增长超过 30%	43	34
累计	118	118

资料来源：wind、东方证券研究所

行业整体盈利水平稳中有降。2011 年前三季度全行业盈利水平基本保持平稳，但由于原材料价格和人工成本上升，竞争加剧，价格下降的影响，略微下降。一次设备，二次设备，光伏和风电板块的毛利率和净利率有所下滑，其他发电设备毛利率相比上半年略有下降，但高于去年同期水平，净利率环比同比均有改善。

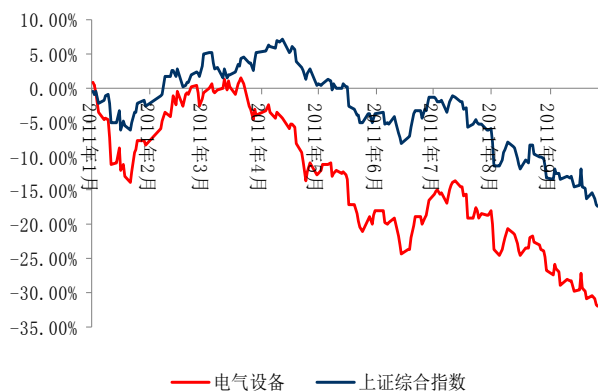
图表 3 电力设备和新能源板块 1-9 月毛利率和净利率情况统计

	毛利率			净利率		
	2011 Q1-3	2011 H1	2010 Q1-3	2011 Q1-3	2011 H1	2010 Q1-3
全行业	21.74%	22.11%	22.71%	8.63%	8.99%	10.04%
一次设备	20.07%	20.34%	23.01%	6.46%	6.93%	9.90%
二次设备	34.30%	35.88%	33.64%	9.98%	11.03%	9.75%
电力电子	39.37%	39.44%	40.21%	17.57%	17.07%	19.15%

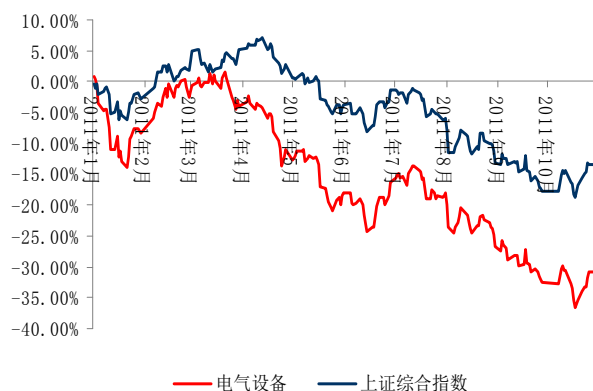
光伏	25.68%	26.52%	26.42%	13.65%	15.41%	14.06%
风电	20.05%	20.92%	24.24%	8.26%	9.53%	13.45%
其他发电设备	19.52%	19.63%	18.63%	7.73%	7.55%	7.22%
其他电力设备	23.48%	24.02%	23.26%	12.54%	9.89%	8.82%

资料来源：wind、东方证券研究所

电气设备板块整体远远跑输大盘指数。截至 2011 年 9 月 30 日，电气设备指数累计下跌 32.02%，同期上证指数累计下跌 17.3%。截至 2011 年 11 月 4 日，电气设备指数今年累计下跌 27.74%，而同期上证指数累计下跌 11.37%。

图表 4 2011 年 1-9 月电气设备指数和上证综指


资料来源：Wind 资讯、东方证券研究所

图表 5 2011 年 1-11 月电气设备指数和上证综指


资料来源：Wind 资讯、东方证券研究所

二次设备三季报表现依然靓丽

二次设备龙头企业业绩保持高增长

二次设备板块整体保持高增长。二次设备板块统计的企业共有 13 家，二次设备板块 1—9 月实现累计收入 103.32 亿元，同比增长 32.67%，实现累计净利润 9.48 亿元，同比增长 38.5%。所有 13 家公司 1—9 月累计收入均实现增长，增幅为 0—30% 的公司共有 10 家，增幅为 30% 以上的公司共有 3 家。归属于母公司股东的净利润 1—9 月同比增长增幅为负的公司共有 6 家，增幅为 0—30% 的公司共有 3 家，增幅为 30% 以上的公司共有 4 家，可见公司之间差别较大。

二次设备龙头企业收入和利润均保持高增长。二次设备龙头企业国电南瑞收入增长速度最快，同比增速达 71.65%，其次国电南自、四方股份、许继电气收入增长相对较好，国电南自归属于母公司股东的净利润 163.42%，许继因为也有一次设备等其他业务，利润增长率较低，仅有 5.86%

电厂类二次设备企业收入和利润承压，小型的二次设备企业业绩增长也显疲态。电厂自动化企业，比如科远股份、金智科技，收入只是小幅增长，利润增速均为负。电网二次设备中的小企业，比如中元华电、积成电子、理工监测等，收入增长还不错，但是中元华电利润出现负增长，积成电子和理工检测增长率都较低。新联电子因为领域相对特殊，收入和利润指标表现较好。

图表 6 二次设备公司收入和净利润变动情况分析表

		收入(亿元)								归属于母公司股东的净利润(亿元)							
股票代码	公司	2011 Q3	2011 Q2	季度环比	2010 Q3	季度同比	2011 Q1-3	2010 Q1-3	1-9月同比	2011 Q3	2011 Q2	季度环比	2010 Q3	季度同比	2011 Q1-3	2010 Q1-3	1-9月同比
600406.SH	国电南瑞	11.12	9.16	21.38%	6.56	69.63%	28.34	16.51	71.65%	1.42	2.04	-30.45%	0.83	71.29%	4.09	2.47	65.59%
600268.SH	国电南自	7.22	6.34	13.80%	4.90	47.40%	17.58	13.82	27.24%	0.26	0.84	-69.50%	0.23	11.67%	1.12	0.43	163.42%
601126.SH	四方股份	3.44	3.31	4.00%	2.69	27.83%	9.39	7.42	26.53%	0.38	0.37	3.50%	0.29	30.44%	0.93	0.71	31.00%
000400.SZ	许继电气	9.68	8.59	12.76%	7.94	21.98%	23.78	19.82	19.98%	0.21	0.63	-67.44%	0.20	1.76%	0.94	0.89	5.86%
002339.SZ	积成电子	1.07	1.09	-2.05%	0.81	31.08%	2.63	2.13	23.20%	0.11	0.15	-25.24%	0.11	4.72%	0.23	0.23	1.23%
000682.SZ	东方电子	2.95	2.54	16.29%	2.63	12.21%	7.89	6.93	13.85%	0.06	0.05	26.15%	0.06	5.42%	0.13	0.16	-19.48%
002322.SZ	理工监测	0.47	0.55	-14.72%	0.41	14.24%	1.46	0.86	69.81%	0.14	0.20	-32.02%	0.09	47.30%	0.29	0.26	11.66%
300018.SZ	中元华电	0.50	0.33	52.89%	0.28	77.73%	1.04	0.87	19.17%	0.10	0.10	3.95%	0.11	-11.49%	0.27	0.32	-14.34%
002546.SZ	新联电子	1.21	0.81	50.33%	0.83	46.56%	2.70	1.60	68.83%	0.30	0.24	27.14%	0.20	50.63%	0.67	0.41	64.17%
300222.SZ	科大智能	0.31	0.33	-6.74%	0.44	-29.12%	0.92	0.83	11.72%	0.06	0.07	-12.92%	0.15	-60.32%	0.17	0.23	-25.36%
002180.SZ	万力达	0.42	0.39	8.49%	0.41	3.97%	1.08	0.99	9.27%	0.06	0.02	155.65%	0.09	-35.96%	0.12	0.16	-28.12%
002380.SZ	科远股份	0.52	0.63	-16.38%	0.30	76.99%	1.51	1.48	2.12%	0.05	0.11	-57.27%	0.07	-30.02%	0.25	0.28	-11.58%
002090.SZ	金智科技	1.62	1.64	-1.20%	1.43	13.91%	5.01	4.63	8.18%	0.07	0.11	-33.13%	0.05	35.51%	0.27	0.31	-10.28%
		40.53	35.70	13.56%	29.60	36.92%	103.32	77.88	32.67%	3.21	4.93	-34.79%	2.49	29.18%	9.48	6.84	38.50%

资料来源: wind、东方证券研究所整理

二次设备龙头企业毛利率保持稳定，小企业毛利率小幅下滑

二次设备龙头企业毛利率保持稳定，而个别中小二次设备企业毛利率有所下降。一线的二次设备企业，包括国电南瑞、国电南自、许继电气、四方股份，毛利率和净利润率水平表现均不错，同比和环比均有小幅增长。个别二线的二次设备企业毛利率有所下降，但是净利润率下降的企业数量较多。

图表 7 二次设备公司毛利率和净利润率变动情况分析表

		毛利率						净利润率					
股票代码	公司	2011 Q3	2011 Q2	2011 Q1-3	2010 Q1-3	2011 H1	2010A	2011 Q3	2011 Q2	2011 Q1-3	2010 Q1-3	2011 H1	2010A
600406.SH	国电南瑞	35%	37%	30%	30%	33%	33%	21%	22%	14%	15%	18%	19%
600268.SH	国电南自	28%	29%	30%	27%	29%	28%	5%	13%	7%	4%	8%	6%
601126.SH	四方股份	43%	46%	47%		46%	45%	10%	11%	10%	0%	9%	11%
000400.SZ	许继电气	36%	36%	34%	33%	37%	29%	11%	11%	7%	7%	8%	6%
002339.SZ	积成电子	49%	43%	45%	44%	44%	41%	24%	15%	10%	11%	8%	14%
000682.SZ	东方电子	33%	34%	33%	31%	34%	32%	6%	3%	3%	4%	3%	4%
002322.SZ	理工监测	67%	71%	60%	61%	53%	61%	44%	37%	20%	29%	15%	36%
300018.SZ	中元华电	53%	55%	50%	54%	56%	55%	31%	29%	27%	37%	32%	34%
002546.SZ	新联电子		40%	41%	42%	42%	44%		29%	25%	25%	25%	27%
300222.SZ	科大智能		58%	55%	0%	57%	59%		21%	19%	0%	18%	36%

002180.SZ	万力达	45%	51%	53%	51%	51%	51%	12%	5%	11%	16%	9%	19%
002380.SZ	科远股份	36%	43%	43%	40%	42%	40%	16%	17%	16%	19%	20%	23%
002090.SZ	金智科技	26%	26%	27%	25%	26%	26%	8%	8%	6%	7%	7%	8%

资料来源：wind、东方证券研究所整理

电力电子公司持续高增长，但增速普遍下滑

电力电子企业收入全部正增长

电力电子企业收入均保持快速增长，尤其以变频企业表现最为优异。电力电子板块统计的企业共有 13 家，电力电子板块 1-9 月实现累计收入 70.29 亿元，同比增长 38.63%，实现累计净利润 12.11 亿元，同比增长 28.31%。所有 13 家公司中 1-9 月累计收入均实现正增长，增幅为 0—30% 的公司共有 5 家，增幅为 30% 以上的公司共有 8 家。归属于母公司股东的净利润 1-9 月同比增长增幅为负的公司共有 2 家，增幅为 0—30% 的公司共有 7 家，增幅为 30% 以上的公司共有 4 家，分子行业来看，变频器企业的收入和利润增速高于其他电力电子企业。

图表 8 电力电子公司收入和净利润变动情况分析表

		收入(亿元)								归属于母公司股东的净利润(亿元)							
股票代码	公司	2011 Q3	2011 Q2	季度环比	2010 Q3	季 度 同比	2011 Q1-3	2010 Q1-3	1-9 月 同比	2011 Q3	2011 Q2	季 度 环比	2010 Q3	季 度 同比	2011 Q1-3	2010 Q1-3	1-9 月 同比
002123.SZ	荣信股份	3.71	4.33	-14.28%	3.68	0.86%	12.25	10.04	21.95%	0.52	0.43	0.64	0.62	43%	0.96	1.26	32%
300124.SZ	汇川技术	2.89	2.92	-1.10%	1.91	51.32%	7.90	4.68	68.70%	0.28	0.61	0.72	0.98	62%	0.88	1.70	92%
002334.SZ	英威腾	1.99	1.68	18.25%	1.45	37.50%	4.98	3.58	38.99%	0.15	0.28	0.19	0.38	34%	0.43	0.56	30%
002527.SZ	新时达	2.02	1.95	3.75%	1.53	31.82%	4.96	3.57	39.07%	0.07	0.25	0.10	0.41	65%	0.32	0.51	62%
300048.SZ	合康变频	1.76	1.50	17.39%	0.95	86.10%	4.07	2.40	69.61%	0.16	0.22	0.17	0.34	54%	0.38	0.51	35%
002358.SZ	森源电气	2.00	1.67	19.89%	1.25	60.06%	4.79	3.39	41.23%	0.10	0.21	0.17	0.33	60%	0.31	0.50	62%
300046.SZ	台基股份	0.83	0.96	-13.27%	0.67	24.28%	2.39	1.90	26.29%	0.10	0.32	0.15	0.32	2%	0.41	0.47	13%
002335.SZ	科华恒盛	2.63	2.26	16.63%	1.50	75.99%	6.26	3.87	61.66%	0.12	0.24	0.13	0.29	21%	0.37	0.42	16%
002518.SZ	科士达	2.11	2.16	-2.48%	1.43	47.66%	6.37	4.08	56.07%	0.14	0.22	0.20	0.18	-16%	0.36	0.38	5%
300040.SZ	九洲电气	1.51	1.41	7.00%	1.16	30.64%	3.91	2.77	41.32%	0.03	0.12	0.03	0.12	6%	0.14	0.16	10%
002364.SZ	中恒电气	0.72	0.71	0.51%	0.58	22.62%	1.99	1.67	19.31%	0.08	0.09	0.08	0.12	29%	0.17	0.20	20%
002169.SZ	智光电气	1.31	1.22	7.16%	1.21	8.66%	3.32	3.04	9.18%	0.03	0.10	0.03	0.10	-2%	0.13	0.13	2%
002121.SZ	科陆电子	2.85	3.18	-10.40%	2.86	-0.22%	7.09	5.71	24.24%	0.03	0.48	0.05	0.52	10%	0.51	0.57	12%
总计		26.35	25.97	1.45%	20.17	30.62%	70.29	50.71	38.63%	4.73	4.72	0.26%	4.07	16.10%	12.11	9.44	28.31%

资料来源：wind、东方证券研究所整理

变频类企业毛利率保持稳定，其他电力电子企业利润率下滑

部分变频类电力电子企业毛利率有所上升，而其他电力电子企业则因为价格下降和原材料价格上涨导致利润率有所降低。变频器企业，比如汇川技术、英威腾、合康变频、荣信股份等，毛利率均有所上升，净利润率，除合康变频因为有限制性股票需扣除管理费用外，其他企业净利润率保持稳定或者小有上升。但是，其他电力电子企业，毛利率都有下行的压力，一方面由于产品价格面临较为

激烈的竞争，比如光伏逆变器、UPS 电源等，另一方面由于原材料价格有所上升，影响最大的比如台基股份。

图表 9 电力电子公司毛利率和净利润率变动情况分析表

股票代码	公司	毛利率					净利润率				
		2011 Q3	2011 Q1-3	2010 Q1-3	2011 H1	2010A	2011 Q3	2011 Q1-3	2010 Q1-3	2011 H1	2010A
002123.SZ	荣信股份	52.22%	50.37%	45.85%	49.56%	46.24%	26.56%	19.55%	20.89%	16.51%	22.14%
300124.SZ	汇川技术	55.98%	55.55%	51.63%	55.30%	53.05%	31.64%	33.23%	32.50%	34.16%	32.79%
002334.SZ	英威腾	43.50%	41.86%	41.16%	40.77%	41.62%	16.93%	17.77%	22.51%	18.33%	22.89%
002527.SZ	新时达	42.57%	41.27%	42.00%	40.38%	41.77%	21.95%	19.60%	17.68%	17.99%	16.41%
300048.SZ	合康变频	41.49%	40.21%	38.88%	39.23%	37.72%	20.63%	21.44%	26.69%	22.05%	26.00%
002358.SZ	森源电气	33.11%	33.17%	33.02%	33.22%	32.71%	18.51%	18.12%	15.22%	17.85%	14.46%
300046.SZ	台基股份	37.18%	38.74%	40.95%	39.57%	42.39%	25.56%	28.56%	29.42%	30.16%	30.15%
002335.SZ	科华恒盛	31.98%	34.61%	38.95%	36.51%	36.81%	12.11%	11.85%	15.42%	11.66%	14.09%
002518.SZ	科士达	25.74%	24.36%	31.12%	23.67%	29.69%	9.28%	8.84%	12.89%	8.61%	11.66%
300040.SZ	九洲电气	24.74%	23.61%	27.91%	22.90%	25.62%	6.80%	6.68%	10.69%	6.61%	11.18%
002364.SZ	中恒电气	33.44%	33.61%	37.22%	33.71%	37.23%	15.22%	15.62%	16.05%	15.84%	15.22%
002169.SZ	智光电气	25.37%	29.52%	30.53%	32.23%	32.85%	9.51%	7.63%	7.95%	6.40%	8.90%
002121.SZ	科陆电子	35.95%	35.83%	43.12%	35.74%	38.86%	12.89%	12.91%	17.67%	12.93%	14.01%

资料来源：wind、东方证券研究所整理

一次设备企业压力凸显

高压一次设备收入增长承压，中压、电表和电缆小有增长

一次设备 1—9 月整体收入增长较慢，净利润负增长。一次设备板块共有企业 43 家：一次设备板块 1—9 月实现累计收入 706.48 亿元，同比增长 11.03%，实现累计净利润 45.65 亿元，同比降低 27.53%，收入 1—9 月同比增长增幅为负的公司共有 10 家，增幅为 0—30%的公司共有 19 家，增幅为 30%以上的公司共有 15 家。净利润半年同比增长增幅为负的公司共有 20 家，增幅为 0—30%的公司共有 14 家，增幅为 30%以上的公司共有 9 家。

一次设备面临较大的经营压力，特高压板块整体承压。一次设备是公司最多的板块，但是一次设备总体经营压力较大，根据我们的统计的 43 家一次设备企业，一次设备板块 1—9 月总共实现销售收入 706.48 亿，同比增长 11.03%，实现净利润 45.65 亿，同比减少 27.53%，增收不增利。其中有 10 家企业收入同比负增长，20 家企业净利润同比负增长。一次设备中，前两年表现好的板块比如特高压、高压板块今年表现尤其不如人意，主要是产品价格下降导致毛利率大幅下降，需求降低也让收入增长乏力。相较而言，中压电气板块情况要好很多，

中低压电气板块收入和利润均实现正增长。中低压电气板块累计实现销售收入 86.47 亿，同比增长 37.54%，累计实现净利润 9.55 亿，同比增长 23.77%，净利润增长低于收入增长的主要原因是正泰电器利润增长远低于收入增长。利润率方面，除正泰电器外，利润率均保持稳定或者小幅上升，正泰电器由于铜价上涨导致产品毛利率大幅下降。

智能电表板块收入保持高增长，利润保持正增长，但公司表现差异较大。受益于去年 5 月份开始的智能电表集中中标政策，今年 1-9 月，智能电表板块整体收入实现高增长，1-9 月总共实现销售收入 40.58 亿，同比增长 41.65%，实现净利润 4.93 亿，同比增长 18.08%。统计的 6 家智能电表企业，业绩表现差异较大。其中东软载波实现了营业收入和净利率的高速增长，分别为 109.05% 和 132.86%，浩宁达营业收入增长 107.81%，但由于从 09 年起毛利率大幅下降，净利率与去年同期相比成负增长，为-15.43%，

电线电缆板块收入实现高增长，利润则负增长。由于铜价上涨，电线电缆企业收入增长较快，统计的 9 家电线电缆企业，实现收入 179.71 亿元，同比增长 32.65%，但是净利润仅 7.65 亿，同比减少 10.75%。摩恩电气由于套期保值亏损严重，1-9 月累计净利润与去年同期相比大幅下降 81.09%。

图表 10 一次设备公司收入和净利润变动情况分析表

收入(亿元)									归属于母公司股东的净利润(亿元)						
股票代码	公司	2011 Q3	2011 Q2	2010 Q3	季度 同比	2011 Q1-3	2010 Q1-3	1-9 月 同比	2011 Q3	2011 Q2	2010 Q3	季度 同比	2011 Q1-3	2010 Q1-3	1-9 月 同比
一次设备板块															
600089.SH	特变电工	45.17	44.70	41.23	9.56%	127.18	128.80	-1.26%	3.31	3.12	4.11	-19.40%	10.20	13.71	-25.56%
600550.SH	天威保变	10.73	13.75	13.98	-23.21%	39.84	47.08	-15.37%	0.02	0.86	1.24	-98.22%	2.32	5.38	-56.86%
601179.SH	中国西电	27.35	29.78	23.59	15.98%	78.20	90.24	-13.35%	-1.15	0.16	0.99	-216.45%	-0.79	6.43	-112.29%
600517.SH	置信电气	3.38	3.71	3.67	-7.95%	9.68	11.10	-12.82%	0.49	0.54	0.73	-33.51%	1.34	2.40	-44.17%
002112.SZ	三变科技	2.77	2.19	2.43	14.27%	6.83	6.53	4.53%	0.01	-0.04	0.17	-95.16%	0.02	0.41	-94.25%
300001.SZ	特锐德	1.50	1.48	1.31	14.60%	4.05	3.12	30.09%	0.24	0.27	0.30	-19.33%	0.72	0.67	7.84%
002323.SZ	中联电气	0.52	0.63	0.46	12.76%	1.77	1.69	4.69%	0.13	0.12	0.09	48.46%	0.38	0.36	5.16%
600580.SH	卧龙电气	8.93	7.88	7.15	24.92%	24.24	21.80	11.22%	0.41	0.40	0.36	13.04%	1.49	1.53	-2.86%
300140.SZ	启源装备	0.70	0.79	0.71	-2.36%	2.15	2.31	-6.67%	0.12	0.13	0.09	25.21%	0.34	0.37	-8.63%
600312.SH	平高电气	7.05	8.17	5.25	34.25%	17.25	12.08	42.85%	0.40	0.01	-0.39	-203.54%	-0.36	-0.38	-4.68%
002028.SZ	思源电气	4.49	4.63	4.97	-9.56%	12.24	12.30	-0.50%	0.30	0.42	1.29	-76.95%	0.94	3.57	-73.68%
600290.SH	华仪电气	3.58	3.89	4.76	-24.79%	10.56	12.37	-14.58%	0.19	0.22	0.26	-26.10%	0.58	0.76	-23.36%
002452.SZ	长高集团	0.95	1.04	0.54	76.59%	2.48	2.15	15.37%	0.16	0.23	0.10	55.49%	0.45	0.38	18.29%
000585.SZ	东北电气	0.31	1.11	0.90	-65.77%	1.76	2.36	-25.30%	-0.05	0.05	-0.09	-42.74%	0.15	-0.08	-278.60%
600112.SH	长征电气	1.35	1.27	1.12	20.55%	3.40	2.94	15.68%	0.08	0.28	0.09	-1.62%	0.44	0.43	3.73%
600379.SH	宝光股份	1.79	1.76	1.65	8.67%	4.95	4.14	19.43%	0.02	0.02	0.07	-64.37%	0.06	0.16	-60.46%
300208.SZ	恒顺电气	0.43	0.61	0.31	41.21%	1.40	1.16	21.11%	0.09	0.16	0.03	159.59%	0.31	0.21	45.22%
002545.SZ	东方铁塔	4.05	5.17	4.79	-15.62%	13.34	12.09	10.29%	0.70	0.53	0.58	21.89%	1.71	1.42	20.99%
601700.SH	风范股份	3.10	2.60	3.29	-5.66%	9.72	10.53	-7.66%	0.11	0.25	0.50	-77.93%	0.86	1.48	-42.27%
000551.SZ	创元科技	6.84	6.97	5.76	18.83%	20.31	16.10	26.18%	0.20	0.19	0.15	33.09%	0.55	0.42	31.84%
002606.SZ	大连电瓷	1.75	0.00	1.39	26.36%	4.15	4.30	-3.41%	0.20	0.00	0.09	121.02%	0.41	0.57	-27.64%
300069.SZ	金利华电	0.37	0.36	0.37	2.37%	1.09	1.07	1.11%	0.07	0.10	0.07	-9.07%	0.23	0.22	3.66%
300120.SZ	经纬电材	0.90	1.20	0.93	-3.76%	3.12	3.04	2.51%	0.05	0.11	0.08	-36.94%	0.24	0.28	-15.46%
		138.03	143.68	130.55	5.73%	399.73	409.30	-2.34%	6.11	8.14	10.92	-44.06%	22.58	40.67	-44.49%
中压电气															

601877.SH	正泰电器	23.25	23.57	18.19	27.84%	63.27	46.60	35.77%	2.16	2.36	1.91	12.88%	6.21	5.61	10.71%
002358.SZ	森源电气	2.00	1.67	1.25	60.06%	4.79	3.39	41.23%	0.37	0.33	0.21	76.50%	0.87	0.52	68.15%
002074.SZ	东源电器	1.18	2.63	1.28	-7.64%	4.93	3.75	31.43%	0.12	0.24	0.10	23.67%	0.45	0.30	49.10%
002350.SZ	北京科锐	1.72	1.77	1.17	46.50%	4.78	3.45	38.52%	0.11	0.18	0.05	136.91%	0.34	0.20	67.64%
002298.SZ	鑫龙电器	2.34	2.38	1.72	36.06%	6.40	4.46	43.47%	0.22	0.24	0.08	172.29%	0.52	0.29	82.59%
300062.SZ	中能电气	0.90	0.65	0.65	39.71%	2.31	1.22	89.22%	0.16	0.11	0.16	1.95%	0.40	0.26	55.92%
		31.40	32.67	24.26	29.43%	86.47	62.87	37.54%	3.14	3.45	2.50	25.42%	8.79	7.17	22.56%
智能电表															
002356.SZ	浩宁达	1.07	1.20	0.64	68.49%	2.98	1.43	107.81%	0.04	0.03	0.06	-36.34%	0.08	0.09	-18.32%
002121.SZ	科陆电子	2.85	3.18	2.86	-0.22%	7.09	5.71	24.24%	0.38	0.52	0.51	-25.80%	0.95	1.02	-6.89%
601567.SH	三星电气	6.30	0.00	4.61	36.71%	15.50	11.40	35.92%	0.52	0.00	0.58	-9.77%	1.27	1.21	4.64%
601222.SH	林洋电子	4.45	0.00	2.76	60.85%	10.56	7.38	42.96%	0.40	0.00	0.38	4.41%	0.95	0.93	2.07%
300183.SZ	东软载波	1.09	0.82	0.45	143.15%	2.66	1.27	109.05%	0.47	0.37	0.16	198.21%	1.23	0.53	132.86%
300139.SZ	福星晓程	0.69	0.64	0.36	90.60%	1.79	1.45	24.00%	0.21	0.27	0.12	73.62%	0.58	0.46	27.04%
		16.45	5.84	11.68	40.87%	40.58	28.65	41.65%	2.02	1.19	1.81	11.71%	5.06	4.25	19.16%
电线电缆															
002300.SZ	太阳电缆	10.37	9.03	5.91	75.61%	25.45	15.49	64.26%	57%	0.2	0.3	0.2	0.4	27%	0.5
002471.SZ	中超电缆	4.89	4.93	3.08	58.52%	12.88	8.17	57.67%	57%	0.1	0.1	0.1	0.2	58%	0.2
002212.SZ	南洋股份	5.87	5.35	4.77	23.09%	14.32	12.49	14.62%	9%	0.1	0.5	0.2	0.5	-7%	0.6
002276.SZ	万马电缆	7.01	6.64	5.95	17.92%	18.48	15.20	21.63%	24%	0.1	0.4	0.1	0.4	-12%	0.5
002451.SZ	摩恩电气	1.20	1.04	0.82	45.07%	2.93	2.70	8.39%	0.30	0.38	0.35	-13.54%	0.91	0.86	6.12%
002498.SZ	汉缆股份	9.41	10.30	7.29	29.10%	26.10	21.63	20.68%	0.15	0.19	0.14	8.54%	0.47	0.37	27.59%
002309.SZ	中利科技	11.31	10.69	7.75	45.84%	30.08	19.79	51.98%	0.40	0.45	0.38	6.15%	1.02	0.97	5.27%
600973.SH	宝胜股份	19.81	17.91	15.26	29.83%	49.47	40.01	23.66%	0.23	0.38	0.34	-33.01%	0.75	0.84	-10.42%
		69.87	65.89	50.83	37.45%	179.71	135.47	32.65%	-0.08	0.10	0.08	-199.84%	0.06	0.30	-81.09%
综合															
		255.75	248.08	217.32	17.68%	706.48	636.29	11.03%	1.14	0.66	1.42	-20.04%	2.60	3.02	-14.06%

资料来源：wind、东方证券研究所整理

一次设备毛利率同比和环比均出现下滑

利润率同比和环比均有所下滑。一次设备今年都面临同样的窘境，由于去年开始改变招标规则，最低价中标，产品价格同比均有下滑，而原材料价格上涨，毛利率环比小幅下降，其中中压电气和智能电表有小幅上升，而与去年同期相比，都有较大幅度下降。

图表 11 一次设备公司毛利率和净利率变动情况分析表

毛 利 率							净 利 润 率				
股票代码	公 司	2011	2010				2011	2010			
		2011 Q3	Q1-3	Q1-3	2011 H1	2010A		2011 Q3	Q1-3	Q1-3	2011 H1
一次设备板块											
600089.SH	特变电工	19.93%	21.41%	22.29%	22.22%	21.09%	7.03%	8.06%	10.95%	8.63%	9.35%
600550.SH	天威保变	25.74%	19.36%	18.45%	17.01%	16.36%	1.21%	7.00%	11.67%	9.13%	8.30%

601179.SH	中国西电	14.11%	18.51%	24.94%	20.89%	23.77%	-4.87%	-1.50%	7.25%	0.28%	5.06%
600517.SH	置信电气	25.29%	26.49%	39.49%	27.13%	38.10%	15.58%	15.93%	26.04%	16.12%	24.38%
002112.SZ	三变科技	15.72%	18.56%	22.35%	20.50%	23.04%	0.29%	0.35%	6.34%	0.39%	5.05%
300001.SZ	特锐德	31.95%	35.94%	37.13%	38.29%	35.79%	16.24%	17.80%	21.47%	18.72%	21.31%
002323.SZ	中联电气	42.05%	36.87%	36.65%	34.69%	35.97%	24.73%	21.61%	21.51%	20.29%	22.93%
600580.SH	卧龙电气	11.04%	12.79%	18.02%	13.81%	17.52%	4.86%	6.78%	8.24%	7.90%	8.39%
300140.SZ	启源装备	34.88%	32.07%	35.78%	30.73%	34.65%	16.26%	15.48%	15.86%	15.10%	16.34%
600312.SH	平高电气	18.34%	14.81%	19.19%	12.38%	21.96%	5.74%	-2.19%	-3.15%	-7.66%	0.14%
002028.SZ	思源电气	31.41%	34.44%	42.25%	36.20%	41.69%	7.21%	8.33%	30.73%	8.99%	31.31%
600290.SH	华仪电气	24.75%	21.83%	19.60%	20.34%	21.39%	5.96%	5.71%	6.22%	5.59%	7.03%
002452.SZ	长高集团	37.75%	38.62%	37.10%	39.17%	37.20%	15.91%	16.55%	17.44%	16.95%	14.91%
000585.SZ	东北电气	27.77%	29.03%	20.05%	29.30%	21.22%	-16.18%	8.02%	-3.49%	13.12%	0.30%
600112.SH	长征电气	45.12%	39.55%	40.48%	35.89%	38.88%	5.75%	12.47%	13.43%	16.88%	19.43%
600379.SH	宝光股份	16.46%	16.39%	22.05%	16.36%	20.48%	1.47%	1.33%	3.81%	1.25%	2.99%
300208.SZ	恒顺电气	42.94%	41.85%	0.00%	41.37%	41.76%	20.77%	22.03%	0.00%	22.59%	22.55%
002545.SZ	东方铁塔	29.22%	25.82%	24.53%	24.34%	27.87%	17.41%	12.85%	11.71%	10.86%	14.03%
601700.SH	风范股份	13.72%	19.09%	0.00%	21.60%	28.31%	3.58%	8.82%	0.00%	11.28%	12.83%
000551.SZ	创元科技	19.19%	19.52%	18.22%	19.68%	20.14%	4.63%	4.78%	4.42%	4.85%	5.05%
002606.SZ	大连电瓷	33.58%	34.84%	0.00%	35.76%	35.53%	11.07%	9.79%	0.00%	8.86%	12.54%
300069.SZ	金利华电	36.07%	37.62%	42.12%	38.43%	41.88%	17.91%	20.88%	20.26%	22.44%	19.28%
300120.SZ	经纬电材	16.56%	13.45%	13.42%	12.19%	13.21%	5.68%	7.64%	9.26%	8.44%	10.02%
	小计		21.21%	23.87%	21.7%			5.88%	10.39%	6.65%	
中压电气											
601877.SH	正泰电器	22.85%	22.58%	27.23%	22.41%	25.91%	10.38%	10.80%	13.04%	11.04%	11.11%
002358.SZ	森源电气	33.11%	33.17%	33.02%	33.22%	32.71%	18.51%	18.12%	15.22%	17.85%	14.46%
002074.SZ	东源电器	30.09%	26.67%	26.07%	25.59%	25.96%	11.91%	10.36%	9.19%	9.87%	7.95%
002350.SZ	北京科锐	37.03%	34.28%	34.91%	32.74%	35.77%	7.38%	7.48%	6.55%	7.53%	9.41%
002298.SZ	鑫龙电器	38.01%	34.87%	32.08%	33.06%	33.52%	9.21%	8.18%	6.43%	7.59%	7.07%
300062.SZ	中能电气	37.47%	41.05%	46.84%	43.34%	47.70%	17.63%	20.06%	21.92%	21.62%	23.35%
	小计		25.45%	28.62%	25.07%			11.05%	12.28%	11.13%	
智能电表											
002356.SZ	浩宁达	22.40%	19.52%	33.95%	17.90%	26.86%	3.26%	2.66%	6.53%	2.32%	8.27%
002121.SZ	科陆电子	35.95%	35.83%	43.12%	35.74%	38.86%	12.89%	12.91%	17.67%	12.93%	14.01%
601567.SH	三星电气	25.50%	25.82%	0.00%	26.05%	30.23%	8.25%	8.19%	0.00%	8.16%	11.04%
601222.SH	林洋电子	23.83%	25.28%	0.00%	26.35%	34.74%	8.42%	8.24%	0.00%	8.10%	14.89%
300183.SZ	东软载波	62.97%	64.10%	0.00%	64.88%	63.39%	43.24%	46.22%	0.00%	48.30%	44.59%
300139.SZ	福星晓程	68.76%	56.77%	55.04%	49.36%	48.18%	29.87%	31.68%	31.58%	32.80%	24.47%
	小计		30.85%	37.8%	30.78%			12.15%	14.58%	12.26%	
电线电缆											
002300.SZ	太阳电缆	9.51%	10.64%	12.92%	11.42%	12.80%	2.98%	3.75%	5.53%	4.27%	5.40%
002471.SZ	中超电缆	17.73%	16.93%	16.05%	16.44%	15.86%	3.05%	3.64%	4.53%	4.00%	5.23%

002212.SZ	南洋股份	14.95%	15.54%	16.78%	15.95%	15.37%	8.09%	8.53%	9.43%	8.84%	8.59%
002276.SZ	万马电缆	12.44%	13.52%	15.09%	14.17%	14.51%	3.25%	4.05%	5.54%	4.54%	4.54%
002451.SZ	摩恩电气	11.30%	18.62%	27.89%	23.68%	26.43%	-6.33%	1.96%	11.21%	7.68%	8.54%
002498.SZ	汉缆股份	25.92%	19.95%	23.50%	16.58%	21.42%	12.08%	9.88%	13.84%	8.64%	12.89%
002309.SZ	中利科技	12.38%	13.64%	14.62%	14.39%	12.71%	3.29%	5.17%	6.57%	6.31%	6.51%
600973.SH	宝胜股份	6.27%	6.09%	8.70%	5.98%	8.75%	1.62%	0.12%	1.81%	-0.88%	1.63%
	小计		12.52%	14.7%	12.44%			4.25%	6.32%	4.31%	
	综合		20.07%	23.01%	20.34%			6.46%	9.9%	6.93%	

资料来源: wind、东方证券研究所整理

光伏公司收入同比大幅增长，但环比有所下滑

光伏企业收入和利润同比大幅增长

今年 1—9 月光伏板块整体实现高增长。光伏板块共有企业 15 家：光伏板块 1—9 月实现累计收入 258.94 亿元，同比增长 46%，实现累计归属于母公司股东的净利润 33.42 亿元，同比增长 40%。收入 1—9 月份同比增长增幅为负的公司共有 1 家，增幅为 0—30% 的公司共有 4 家，增幅为 30% 以上的公司共有 10 家。归属于母公司股东的净利润 1—9 月同比增长增幅为负的公司共有 4 家，增幅为 0—30% 的公司共有 2 家，增幅为 30% 以上的公司共有 9 家。

光伏企业 1—9 月累计收入和利润同比大幅增长。我们所统计的 15 家光伏企业，剔除海通集团，共有 14 家有效企业，13 家企业收入 1—9 月份同比大幅增长，收入 50% 以上增长的企业有 8 家，但是拓日新能收入同比降低 11%，主要跟拓日新能是薄膜电池企业有关。利润来看，归属于母公司股东的净利润 1—9 月同比增幅为负的公司共有 3 家，增幅为 0—30% 的公司共有 2 家，增幅为 30% 以上的公司共有 9 家，其中精功科技、京运通、中环股份和爱康科技实现了 100% 以上的增长，其他光伏企业净利润同比去年均有 30%、甚至 50% 以上的增长，这一方面和去年上半年光伏企业盈利一般、也和部分企业去年上市后融资利息较高有关。

三季度收入和净利润同比环比均有所下降，组件和多晶硅企业业绩大幅下滑，如拓日新能，东方日升，向日葵等，净利润下滑幅度在 30%—160% 之间。主要由于产能过大，且受欧债危机影响，需求下降，行业竞争激烈，价格持续下跌所致。我们认为，随着相关产品价格下降，将刺激下游电站建设，需求有望增长，但在 1—2 年时间内行业仍面临产能过剩的问题。待行业整合完成集中度提高及下游市场回暖以后，行业盈利能力将有所提升，光伏装备制造企业 1—9 月收入 and 利润都保持较高增速，其中精功科技归属于母公司股东的净利润同比增长 1462%，京运通同比增长 107%，天龙光电增长 49%。

图表 12 光伏公司收入和净利润变动情况分析表

		收入(亿元)							归属于母公司股东的净利润(亿元)						
股票代码	公司	2011	2011	2010	季度同	2011	2010	1-9 月	2011	2011	2010	季度	2011	2010	1-9 月同
		Q3	Q2	Q3	比	Q1-3	Q1-3	同比	Q3	Q2	Q3	同比	Q1-3	Q1-3	比
600537.SH	海通集团	1.90	1.75	1.26	51%	5.05	3.44	47%	0.05	-0.07	0.01	886%	-0.03	-0.18	-84%
300118.SZ	东方日升	5.48	6.03	6.66	-18%	17.50	16.52	6%	0.38	0.43	0.89	-58%	1.18	1.67	-29%
002506.SZ	超日太阳	9.30	11.48	6.18	50%	27.28	16.46	66%	1.07	0.94	1.06	1%	2.39	1.56	53%
300111.SZ	向日葵	4.53	7.09	6.43	-30%	17.01	16.68	2%	-0.35	0.69	0.87	-140%	0.97	1.55	-37%

002006.SZ	精工科技	6.45	7.60	1.96	229%	19.01	6.48	193%	1.16	1.28	0.11	943%	3.37	0.22	1462%
300029.SZ	天龙光电	1.77	2.75	1.25	42%	5.95	3.11	92%	0.24	0.28	0.21	11%	0.85	0.57	49%
601908.SH	京运通	5.10	4.76	3.31	54%	15.31	6.90	122%	0.77	1.29	1.08	-28%	4.26	2.06	107%
002129.SZ	中环股份	7.71	8.49	4.21	83%	22.46	8.89	153%	0.29	1.03	0.34	-13%	2.15	0.49	337%
300080.SZ	新大新材	4.07	5.45	3.08	32%	14.58	7.93	84%	0.27	0.56	0.44	-39%	1.41	1.16	22%
300082.SZ	奥克股份	6.05	7.71	5.93	2%	21.63	14.26	52%	0.48	0.64	0.61	-22%	1.64	1.22	34%
002610.SZ	爱康科技	4.05	0.00	3.50	16%	11.02	9.11	21%	0.09	0.00	0.41	-78%	1.61	0.69	133%
002218.SZ	拓日新能	1.22	1.53	1.65	-26%	3.79	4.25	-11%	-0.48	-0.11	0.29	-267%	-0.39	0.65	-161%
601208.SH	东材科技	3.20	0.00	2.51	27%	9.89	7.09	39%	0.50	0.00	0.45	13%	1.83	1.14	61%
300064.SZ	豫金刚石	1.39	1.18	0.68	104%	3.41	1.86	83%	0.43	0.39	0.24	79%	1.09	0.60	81%
000012.SZ	南玻 A	20.68	23.43	20.74	0%	65.06	54.79	19%	2.72	4.22	4.06	-33%	11.10	10.42	7%
	小计	82.89	89.26	69.34	20%	258.94	177.77	46%	7.62	11.58	11.05	-31%	33.42	23.81	40%

资料来源: wind、东方证券研究所整理

组件企业毛利率环比上升，光伏设备企业毛利率高

组件企业毛利率同比有所下滑，但环比有所好转，而耗材企业毛利率比相对稳定，组件企业由于上半年组件、硅片等价格大幅下跌，上半年毛利率同比均有所下降，但三季度单季度毛利率环比出现上升，情况有所好转。耗材类企业表现各异，比如新大新材毛利率同比下滑近 5 个百分点，奥克股份和豫金刚石毛利率小有提升。

光伏装备类企业增长快速，毛利率略有下滑。光伏装备类企业毛利率在上半年达到高位，三季度开始略有下降，其中京运通下降较为明显，三季度毛利率环比上半年下降 18 个百分点，但 1-9 月份毛利率比去年同期略有上升，精工科技三季度毛利率环比也略有下滑，但与去年同期相比仍有较大幅度上升。

图表 13 光伏公司毛利率和净利润率变动情况分析表

股票代码	公司	毛利率					净利润率				
		2011 Q3	2011 Q1-3	2011 H1	2010A	2010 Q1-3	2011 Q3	2011 Q1-3	2011 H1	2010A	2010 Q1-3
600537.SH	海通集团	20.90%	19.31%	18.35%	22.43%	24.17%	3.55%	0.05%	-2.06%	-7.69%	-3.94%
300118.SZ	东方日升	23.84%	17.97%	15.29%	22.13%	22.19%	6.86%	6.74%	6.68%	11.59%	10.11%
002506.SZ	超日太阳	21.02%	17.83%	16.18%	18.89%	18.57%	11.48%	8.73%	7.31%	8.17%	9.39%
300111.SZ	向日葵	20.27%	17.38%	16.33%	21.65%	21.95%	-7.65%	5.72%	10.58%	10.79%	9.27%
002006.SZ	精工科技	29.43%	31.58%	32.68%	23.54%	20.18%	17.66%	17.50%	17.43%	9.91%	3.58%
300029.SZ	天龙光电	44.48%	42.28%	41.35%	36.39%	33.96%	17.72%	18.85%	19.32%	19.68%	18.68%
601908.SH	京运通	32.52%	44.36%	50.27%	43.24%	42.00%	14.98%	27.77%	34.16%	30.75%	30.59%
002129.SZ	中环股份	11.97%	20.53%	25.00%	26.05%	18.30%	5.12%	11.46%	14.78%	8.66%	6.05%
300080.SZ	新大新材	15.32%	18.86%	20.24%	21.55%	22.97%	6.65%	9.69%	10.87%	12.28%	14.58%
300082.SZ	奥克股份	14.84%	13.89%	13.51%	12.81%	14.05%	8.12%	7.72%	7.56%	7.78%	8.58%
002610.SZ	爱康科技	14.73%	16.10%	16.89%	17.13%	0.00%	2.05%	14.43%	21.62%	8.01%	0.00%
002218.SZ	拓日新能	6.27%	15.85%	20.38%	34.43%	31.32%	-39.21%	-10.41%	3.20%	16.38%	15.28%

601208.SH	东材科技	28.44%	31.43%	32.85%	29.74%	0.00%	15.88%	18.65%	19.98%	17.99%	0.00%
300064.SZ	豫金刚石	46.48%	46.22%	46.05%	45.42%	45.37%	30.76%	32.03%	32.91%	29.73%	32.48%
000012.SZ	南玻 A	30.06%	33.57%	35.20%	36.16%	35.20%	15.15%	18.94%	20.70%	20.62%	20.90%
	小计		25.68%	26.52%		26.42%		13.65%	15.41%		14.06%

资料来源：wind、东方证券研究所整理

风电企业承压，毛利率下滑明显

部分风电企业收入开始负增长，利润也开始下滑

1-9 月风电板块收入和利润整体同比全部负增长。风电板块共有企业 12 家：风电板块 1-9 月份实现累计收入 323.98 亿元，同比增长-11.17%，实现累计归属于母公司股东的净利润 25.28 亿元，同比增长-45.48%。收入下滑主要是由于 2011 年审批速度减慢，而利润下滑幅度远高于收入下滑幅度，主要是由于竞争加剧毛利率大幅下滑。从三季度业绩来看，趋势并未好转，但下滑趋势已减缓，有企稳迹象。收入 1-9 月份同比增长增幅为负的公司共有 6 家，增幅为 0—30% 的公司共有 3 家，增幅为 30% 以上的公司共有 3 家。净利润 1-9 月份同比增长增幅为负的公司共有 9 家，增幅为 0—30% 的公司共有 3 家。

一般风电企业收入同比下滑，利润更是出现大幅下滑。我们统计的 12 家风电企业中，1-9 月份实现累计收入 323.98 亿元，同比增长-11.17%，实现累计归属于母公司股东的净利润 25.28 亿元。其中龙头风电整机企业收入和利润下降尤其明显，领跌整个版块。共有 6 家企业 1-9 月份收入负增长，9 家风电企业 1-9 月利润是负增长。

图表 14 风电公司收入和净利润变动情况分析表

股票代码	公司	收入(亿元)							归属于母公司股东的净利润(亿元)						
		2011 Q3	2011 Q2	2010 Q3	季度同比	2011 Q1-3	2010 Q1-3	1-9 月同比	2011 Q3	2011 Q2	2010 Q3	季度同比	2011 Q1-3	2010 Q1-3	1-9 月同比
002202.SZ	金风科技	42.26	33.39	45.88	-7.89%	94.20	108.93	-13.52%	1.90	2.18	7.59	-74.92%	6.15	15.32	-59.85%
601558.SH	华锐风电	30.64	19.66	39.92	-23.25%	83.89	115.39	-27.30%	2.42	2.20	4.76	-49.10%	9.01	17.49	-48.51%
600416.SH	湘电股份	11.82	22.86	12.33	-4.12%	47.10	44.68	5.40%	0.12	0.76	0.59	-79.02%	1.26	1.55	-18.32%
600290.SH	华仪电气	3.58	3.89	4.76	-24.79%	10.56	12.37	-14.58%	0.19	0.22	0.26	-26.10%	0.58	0.76	-23.36%
000862.SZ	银星能源	4.73	3.51	2.71	74.75%	11.09	6.37	73.98%	0.15	0.19	0.11	34.03%	0.39	0.37	4.09%
002080.SZ	中材科技	5.25	6.40	8.48	-38.15%	16.35	18.89	-13.44%	0.21	0.45	0.62	-65.95%	0.93	1.44	-35.59%
002009.SZ	天奇股份	3.90	3.64	3.18	22.60%	10.47	7.26	44.34%	0.14	0.36	0.21	-30.90%	0.63	0.51	23.90%
002531.SZ	天顺风能	2.80	2.38	1.47	91.19%	6.71	3.78	77.65%	0.24	0.36	0.24	1.24%	0.77	0.63	21.37%
300129.SZ	泰胜风能	1.57	1.36	1.57	0.00%	4.41	3.96	11.15%	0.18	0.08	0.21	-14.83%	0.42	0.84	-49.69%
002359.SZ	齐星铁塔	0.68	1.00	0.68	0.02%	2.73	2.70	1.06%	0.05	0.08	0.03	51.54%	0.23	0.28	-16.59%
002122.SZ	天马股份	7.35	8.56	9.56	-23.14%	24.07	25.81	-6.74%	0.95	1.55	2.11	-54.70%	3.76	4.85	-22.32%
601218.SH	吉鑫科技	3.54	0.00	5.21	-32.00%	12.40	14.58	-14.97%	0.20	0.00	0.74	-72.18%	1.14	2.33	-50.93%
	小计	118.12	106.66	135.75	-12.99%	323.98	364.72	-11.17%	6.78	8.42	17.47	-61.18%	25.28	46.37	-45.48%

资料来源：wind、东方证券研究所整理

风电企业毛利率同比下滑明显，环比下降放缓

大部分风电企业毛利率同比环比均出现下滑，但下滑趋势已逐渐放缓。风电整机企业毛利率出现3—5%的下滑，叶片、塔架等企业则出现约10%的毛利率下滑，有其他业务的企业，比如华仪电气毛利率相对稳定一点。长期来看由于资源限制，行业高速增长已经过去，未来有望平稳增长，盈利能力随着行业整合后有望回升。

图表 15 风电公司毛利率和净利润率变动情况分析表

股票代码	公司	毛利率					净利润率				
		2011 Q3	2011 Q1-3	2011 H1	2010A	2010 Q1-3	2011 Q3	2011 Q1-3	2011 H1	2010A	2010 Q1-3
002202.SZ	金风科技	15.41%	18.62%	21.24%	23.46%	24.50%	5.15%	7.52%	9.45%	13.55%	14.67%
601558.SH	华锐风电	17.12%	18.73%	19.66%	20.63%	0.00%	7.90%	10.74%	12.37%	14.05%	0.00%
600416.SH	湘电股份	24.49%	18.25%	16.15%	17.87%	20.47%	0.40%	2.62%	3.37%	3.50%	4.22%
600290.SH	华仪电气	24.75%	21.83%	20.34%	21.39%	19.60%	5.96%	5.71%	5.59%	7.03%	6.22%
000862.SZ	银星能源	20.74%	22.85%	24.42%	24.35%	23.52%	5.47%	4.90%	4.47%	4.03%	6.93%
002080.SZ	中材科技	20.68%	21.69%	22.17%	29.05%	31.35%	4.35%	6.36%	7.31%	12.09%	13.99%
002009.SZ	天奇股份	17.13%	22.78%	26.13%	22.94%	22.26%	3.33%	6.61%	8.55%	7.44%	7.54%
002531.SZ	天顺风能	17.49%	19.03%	20.13%	29.72%	28.29%	8.52%	11.26%	13.23%	17.05%	16.71%
300129.SZ	泰胜风能	21.12%	15.97%	13.11%	33.92%	37.31%	11.58%	9.63%	8.54%	19.23%	21.28%
002359.SZ	齐星铁塔	16.19%	19.01%	19.94%	21.97%	23.65%	7.07%	8.60%	9.11%	7.89%	10.42%
002122.SZ	天马股份	29.82%	30.62%	30.97%	32.17%	32.15%	13.72%	16.55%	17.80%	19.55%	19.96%
601218.SH	吉鑫科技	13.65%	19.87%	22.36%	29.21%	0.00%	5.75%	9.39%	10.85%	15.72%	0.00%
小计			20.05%	20.92%		24.24%		8.26%	9.53%		13.45%

资料来源：wind、东方证券研究所整理

其他发电设备稳步增长

核电、火电、水电企业收入小幅增长

其他发电设备板块，主要是核电、水电和火电，上半年整体稳步增长。其他发电设备板块共有企业9家：其他发电设备板块1—9月份实现累计收入897.03亿元，同比增长14.05%，实现累计归属于母公司股东的净利润46.09亿元，同比增长26.62%。收入1—9月份同比增幅为0—30%的公司共有8家，增幅为30%以上的公司共有1家。归属于母公司股东的净利润1—9月同比增长增幅为负的公司共有2家。增幅为0—30%的公司共有5家。增幅为30%以上的公司共有2家。

核电和火电设备企业收入小幅增长，利润保持稳步增长。发电设备企业采取了5个样本，1—9月累计实现销售收入882.85亿元，同比增长14.26%，实现归属于母公司股东的净利润55.39亿元，同比增长23.75%，主要得益于东方电气利润同比增长33.48%。6家核电相关上市公司中，上半年累计实现销售收入836.16亿元，同比增长14.46%，净利润累计实现53.25亿元，同比增长26.62%。总体上，收入保持小幅增长，利润保持稳步增长。

图表 16 核电等发电设备公司收入和净利润变动情况分析表

		收入(亿元)							归属于母公司股东的净利润(亿元)						
股票代码	公司	2011 Q3	2011 Q2	2010 Q3	季度同比	2011 Q1-3	2010 Q1-3	1-9月同比	2011 Q3	2011 Q2	2010 Q3	季度同比	2011 Q1-3	2010 Q1-3	1-9月同比
发电设备板块															
600875.SH	东方电气	103.32	111.82	90.56	14.08%	300.91	259.68	15.88%	7.40	9.19	7.04	5.11%	22.78	17.07	33.48%
601727.SH	上海电气	183.87	181.35	155.46	18.27%	521.07	460.09	13.25%	12.11	8.11	9.45	28.13%	28.48	23.65	20.43%
600475.SH	华光股份	11.32	8.78	8.03	40.91%	28.99	23.20	24.96%	0.35	0.36	0.35	-0.17%	1.00	1.00	-0.04%
002534.SZ	杭锅股份	8.98	8.37	8.02	11.99%	24.98	23.93	4.39%	0.78	0.76	0.63	24.90%	2.22	2.29	-2.91%
002266.SZ	浙富股份	2.51	3.01	1.88	33.35%	6.91	5.75	20.06%	0.27	0.49	0.26	4.97%	0.90	0.75	19.87%
小计		309.99	313.33	263.95	17.44%	882.85	772.65	14.26%	20.92	18.91	17.73	17.97%	55.39	44.76	23.75%
核电															
600875.SH	东方电气	103.32	111.82	90.56	14.08%	300.91	259.68	15.88%	7.40	9.19	7.04	5.11%	22.78	17.07	33.48%
601727.SH	上海电气	183.87	181.35	155.46	18.27%	521.07	460.09	13.25%	12.11	8.11	9.45	28.13%	28.48	23.65	20.43%
000777.SZ	中核科技	1.61	1.96	1.16	39.07%	4.71	3.79	24.33%	0.02	0.25	0.08	-67.93%	0.29	0.27	5.37%
300004.SZ	南风股份	1.10	0.82	0.89	24.03%	2.84	2.21	28.14%	0.21	0.14	0.19	10.63%	0.52	0.45	15.89%
002438.SZ	江苏神通	0.93	1.01	0.77	21.78%	2.54	2.14	18.67%	0.13	0.17	0.11	16.03%	0.37	0.32	14.98%
002167.SZ	东方锆业	1.37	1.53	1.18	16.42%	4.09	2.61	56.55%	0.22	0.38	0.09	150.50%	0.80	0.29	174.60%
小计		292.20	298.49	250.01	16.87%	836.16	730.53	14.46%	20.10	18.24	16.96	18.49%	53.25	42.05	26.62%
合计		315.01	318.66	267.94	17.56%	897.03	783.41	14.50%	21.51	19.86	18.20	18.15%	57.37	46.09	24.46%

资料来源: wind、东方证券研究所整理

核电、火电和水电企业利润率总体保持稳定

核电、火电及水电企业毛利率保持相对稳定。由于核电、火电和水电企业订单金额大,签约时间早,也企业一般会锁定成本,所以综合来看,这三类企业盈利能力较为稳定,且有缓慢上升的趋势。特别地,东方电气,由于产品结构优化,毛利率有所提升,1-9月毛利率同比上升0.5%,东方锆业由于锆英砂价格上涨,公司毛利率也呈现上升的趋势。

图表 17 核电等发电设备公司毛利率和净利润率变动情况分析表

		毛利率					净利润率				
股票代码	公司	2011 Q3	2011 Q1-3	2011 H1	2010A	2010 Q1-3	2011 Q3	2011 Q1-3	2011 H1	2010A	2010 Q1-3
发电设备板块											
600875.SH	东方电气	20.30%	20.68%	20.88%	20.22%	18.97%	7.23%	7.70%	7.94%	7.03%	6.86%
601727.SH	上海电气	17.92%	18.03%	18.50%	17.65%	17.56%	8.61%	7.57%	7.04%	6.17%	7.07%
600475.SH	华光股份	12.18%	13.89%	14.98%	17.05%	16.06%	3.57%	3.99%	4.26%	5.32%	5.22%
002534.SZ	杭锅股份	20.33%	21.50%	22.15%	21.11%	22.18%	10.52%	10.88%	11.08%	12.73%	12.21%
002266.SZ	浙富股份	26.78%	29.62%	31.23%	31.47%	29.05%	11.06%	13.52%	14.92%	14.91%	13.06%
小计			19.31%	19.41%		18.46%		7.63%	7.44%		7.15%

核电											
600875.SH	东方电气	20.30%	20.68%	20.88%	20.22%	18.97%	7.23%	7.70%	7.94%	7.03%	6.86%
601727.SH	上海电气	17.92%	18.03%	18.50%	17.65%	17.56%	8.61%	7.57%	7.04%	6.17%	7.07%
000777.SZ	中核科技	20.38%	23.84%	25.63%	24.98%	25.98%	1.45%	5.63%	7.79%	8.55%	6.88%
300004.SZ	南风股份	34.83%	34.22%	33.83%	32.68%	33.10%	19.45%	18.45%	17.81%	18.37%	20.38%
002438.SZ	江苏神通	38.58%	39.50%	40.03%	42.21%	42.84%	13.95%	14.50%	14.82%	14.62%	14.97%
002167.SZ	东方锆业	36.67%	37.03%	37.22%	26.99%	24.69%	15.88%	19.69%	21.61%	12.30%	11.22%
小计		19.57%		19.61%	18.51%		7.72%		7.5%	7.07%	

资料来源：wind、东方证券研究所整理

其他电力设备企业增长各异

其他电力设备企业增长各异，部分企业实现了高增长。其他电力设备企业共有企业 14 家：其他电力设备板块 1—9 月份实现累计收入 98.39 亿元，同比增长 16.89%，实现累计归属于母公司股东的净利润 12.06 亿元，同比增长 69.1%。收入 1—9 月份同比增长增幅为负的公司共有 3 家，增幅为 0—30% 的公司共有 7 家，增幅为 30% 以上的公司共有 4 家。净利润 1—9 月份同比增长增幅为负的公司共有 6 家，增幅为 0—30% 的公司共有 4 家，增幅为 30% 以上的公司共有 4 家。

其他部分电力设备企业收入和利润保持较高的增速，也有部分企业利润指标很难看。其他电力设备企业由于属于某一细分领域，没有单独列出，累计 14 家公司，实现收入 98.39 亿，同比增长 16.89%，实现净利润 12.06 亿，同比增长 69.1%。其中，龙源技术、电科院收入同比分别增长 67.4% 和 64.35%，长园集团净利润同比增长 348.75%，是最大的亮点，而奥特迅、南都电源净利润同比分别下降 31.82% 和 42.5%，是业绩下滑最为厉害的公司。

图表 18 其他电力设备公司收入和净利润变动情况分析表

股票代码	公司	收入(亿元)							归属于母公司股东的净利润(亿元)						
		2011	2011	2010	季度	2011	2010	1-9月同	2011	2011	2010	季度同	2011	2010	1-9月
300105.SZ	龙源技术	1.01	2.98	0.92	9.83%	4.40	2.63	67.40%	0.10	0.61	0.09	11.08%	0.73	0.50	47.16%
300152.SZ	燃控科技	0.81	0.95	0.78	3.79%	2.10	1.83	14.72%	0.26	0.33	0.28	-8.05%	0.63	0.59	7.77%
300125.SZ	易世达	0.85	1.42	1.58	-46.22%	3.70	4.21	-12.10%	0.11	0.13	0.20	-43.33%	0.46	0.54	-14.86%
600525.SH	长园集团	4.97	4.34	4.63	7.28%	12.80	10.25	24.93%	4.07	1.16	0.42	871.44%	5.54	1.24	348.75%
300215.SZ	电科院	0.53	0.61	0.40	30.86%	1.73	1.05	64.35%	0.15	0.22	0.14	10.37%	0.59	0.39	50.45%
002441.SZ	众业达	14.96	13.63	11.96	25.06%	37.41	29.61	26.34%	0.45	0.56	0.34	33.53%	1.49	1.15	29.74%
002184.SZ	海得控制	3.63	3.88	3.41	6.48%	9.88	9.62	2.73%	0.07	0.18	0.04	61.11%	0.17	0.21	-22.14%
300068.SZ	南都电源	3.21	2.61	3.63	-11.67%	9.00	10.09	-10.73%	0.12	-0.01	0.18	-31.55%	0.29	0.51	-42.50%
002580.SZ	圣阳股份	2.71	2.19	1.96	37.77%	6.60	5.10	29.41%	0.16	0.14	0.15	5.80%	0.37	0.34	9.74%
300153.SZ	科泰电源	1.04	1.54	1.01	3.22%	3.48	3.13	11.21%	0.04	0.23	0.09	-56.87%	0.30	0.36	-16.13%
002227.SZ	奥特迅	0.36	0.30	0.38	-4.11%	0.96	1.06	-9.33%	0.01	0.05	0.05	-71.15%	0.09	0.13	-31.82%
300011.SZ	鼎汉技术	0.70	1.02	0.70	0.81%	2.34	2.01	15.99%	0.26	0.27	0.17	52.25%	0.64	0.41	53.15%
300035.SZ	中科电气	0.60	0.52	0.49	22.85%	1.56	1.18	31.91%	0.11	0.09	0.11	0.13%	0.29	0.31	-8.24%
002168.SZ	深圳惠程	1.08	0.85	1.02	5.88%	2.43	2.41	0.92%	0.22	0.22	0.22	-1.27%	0.47	0.46	2.65%
小计		36.44	36.84	32.86	10.90%	98.39	84.17	16.89%	6.15	4.17	2.49	147.16%	12.06	7.13	69.10%

资料来源：wind、东方证券研究所整理

利润率变动差异较大，总体呈现下滑趋势

各个公司利润率波动不一，大体上毛利率也呈现下滑趋势，净利润率下滑更为明显。各个公司毛利率波动范围较大，高毛利率的公司波动较大，总体上出现下滑的趋势。

图表 19 其他电力设备公司毛利率和净利润率变动情况分析表

股票代码	公司	毛利率					净利润率				
		2011 Q3	2011 Q1-3	2010 Q1-3	2011 H1	2010A	2011 Q3	2011 Q1-3	2010 Q1-3	2011 H1	2010A
300105.SZ	龙源技术	40.36%	40.16%	47.58%	40.10%	43.37%	9.47%	16.30%	18.97%	18.33%	21.54%
300152.SZ	燃控科技	44.70%	46.85%	49.64%	48.19%	48.81%	32.11%	30.22%	32.17%	29.04%	28.99%
600525.SH	长园集团	28.85%	21.91%	22.08%	19.84%	21.40%	13.68%	12.89%	13.26%	12.65%	11.61%
300215.SZ	电科院	44.73%	43.51%	41.98%	42.74%	42.26%	83.06%	45.23%	14.61%	21.21%	14.70%
002441.SZ	众业达	71.17%	74.42%	0.00%	75.83%	72.38%	28.81%	33.89%	0.00%	36.10%	34.17%
002184.SZ	海得控制	9.67%	10.83%	10.21%	11.60%	10.08%	3.03%	3.98%	3.88%	4.62%	3.52%
300068.SZ	南都电源	15.68%	17.02%	16.48%	17.80%	16.58%	2.57%	2.07%	2.61%	1.78%	2.57%
002580.SZ	圣阳股份	20.83%	17.68%	17.90%	15.93%	17.63%	3.83%	3.23%	5.02%	2.90%	5.62%
300153.SZ	科泰电源	16.39%	17.45%	0.00%	18.19%	20.80%	5.93%	5.66%	0.00%	5.48%	6.13%
002227.SZ	奥特迅	24.14%	26.69%	28.53%	27.77%	29.86%	3.89%	8.61%	11.42%	10.63%	11.64%
300011.SZ	鼎汉技术	25.46%	31.17%	39.70%	34.61%	40.30%	3.47%	8.86%	11.93%	12.11%	14.77%
300035.SZ	中科电气	59.56%	52.58%	41.85%	49.59%	42.91%	37.15%	27.20%	20.60%	22.94%	23.47%
002168.SZ	深圳惠程	42.71%	41.89%	49.89%	41.37%	46.02%	17.58%	18.68%	26.30%	19.37%	23.96%
300125.SZ	易世达	43.51%	45.13%	46.34%	46.41%	49.86%	20.26%	19.22%	18.22%	18.40%	19.37%

资料来源：wind、东方证券研究所整理

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn