

行业评级
领先

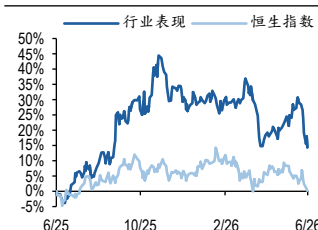
2026 年 6 月 15 日

新能源与公用事业行业

2026 下半年展望：聚焦储能装机新机遇

- ④ **储能系统：经济性拐点驱动需求爆发，AIDC 拓展第二增长曲线。**展望 2026 年下半年，储能板块的核心验证焦点不再是行业增速本身，因为市场对此预期已较为充分，关注点将转向海外户储及 AIDC 配储的进展。我们相对看好大储系统集成商，份额领先的公司具备规模效应+毛利率双升空间。同时，AIDC 储能细分赛道中，具备数据中心客户认证、电力电子垂直整合能力的企业享有更高的盈利弹性和估值溢价。
- ④ **运营商：新政后挑战仍在，算电协同规划升级，绿电或成未来盈利关键。**在市场化定价的大趋势下，新政落地对运营商的电力营销能力提出更高要求。另外，我们认为 2026 年是算电协同规划的升级之年，意味着算电协同正从试点示范区逐步迈入落地验证阶段。此外，消纳问题将是 2026 年中国内地光伏及风电新增装机的决定性因素，我们预计较高基数下中国内地光伏新增装机将同比回落，风电新增装机将同比温和增长 5%。
- ④ **光伏制造：静待市场化出清。**我们预计光伏未来大概率通过市场化手段实现产能出清，在此情况下，龙头企业仍拥有优势，同时大量二、三线企业将面临加剧挑战，出清完成后龙头将迎来产品价格和市占率的双重回升，业绩有望大幅修复。目前市场对光伏反内卷的预期已趋于务实，龙头估值已具备吸引力，我们认为长期布局价值开始显现。
- ④ **展望 2H26，我们对覆盖的子行业偏好顺序为：逆变器/储能>光伏玻璃>多晶硅>运营商>电池片：**在新能源占比提升、经济性提高等因素推动下，储能需求超预期爆发式增长，2026 年全球储能系统出货增速预计仍达 42%，**首选充分受益该趋势且 AIDC 电源业务进展顺利的大储系统龙头阳光电源（300274 CH/买入）。**光伏玻璃方面，供过于求下产品价格持续新低，加速落后产能出清进程。我们认为盈利能力强、估值较低的龙头福莱特玻璃（6865 HK/买入）值得留意。

行业与大盘一年趋势图



资料来源：FactSet

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	---每股盈利---		---市盈率---		---市账率---		股息率
					FY26E	FY27E	FY26E	FY27E	FY26E	FY27E	
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
阳光电源	300274 CH	买入	220.00	146.75	7.746	10.006	18.9	14.7	5.19	4.10	1.3
华润电力	836 HK	买入	21.05	19.34	2.688	2.725	7.2	7.1	0.87	0.81	5.6
昆仑能源	135 HK	买入	8.85	6.90	0.777	0.826	7.7	7.2	0.71	0.67	6.0
新奥能源	2688 HK	买入	73.66	49.08	6.758	6.948	6.3	6.1	0.91	0.85	8.7
中国电力	2380 HK	买入	3.75	3.19	0.407	0.517	6.8	5.3	0.77	0.72	7.4
国德威	688390 CH	买入	117.00	113.47	3.120	4.183	36.4	27.1	8.25	6.63	0.5
爱旭股份	600732 CH	买入	16.25	12.54	0.108	0.902	116.5	13.9	4.95	3.65	0.0
福莱特玻璃	6865 HK	买入	10.65	7.52	0.429	0.573	15.2	11.4	0.66	0.63	2.3
协鑫科技	3800 HK	买入	1.19	0.77	-0.010	0.039	NA	17.1	0.48	0.47	0.0
龙源电力	916 HK	买入	8.23	6.00	0.851	0.964	6.1	5.4	0.52	0.49	4.9
中集安瑞科	3899 HK	买入	8.40	8.31	0.713	0.773	10.1	9.3	1.11	1.03	4.2
钧达股份	002865 CH	买入	86.89	63.88	2.202	3.459	29.0	18.5	4.24	3.58	0.0
京能清洁能源	579 HK	买入	2.68	2.13	0.363	0.372	5.1	5.0	0.42	0.40	9.8
大唐新能源	1798 HK	买入	1.81	1.51	0.200	0.213	6.5	6.1	0.46	0.44	5.4
新特能源	1799 HK	买入	6.30	4.59	-0.226	0.215	NA	18.5	0.18	0.18	0.0
华润燃气	1193 HK	中性	16.50	17.18	1.738	1.788	9.9	9.6	0.89	0.85	5.5
中国燃气	384 HK	中性	6.80	6.81	0.681	0.722	10.0	9.4	0.68	0.66	7.3
信义光能	968 HK	中性	3.67	2.45	0.237	0.278	8.9	7.6	0.63	0.60	5.5
信义能源	3868 HK	中性	1.31	1.02	0.115	0.116	7.7	7.6	0.54	0.52	6.5
凯盛新能	1108 HK	中性	3.58	2.70	-0.373	-0.218	NA	NA	0.53	0.55	0.0
平均							18.1	10.9	1.65	1.39	4.0

资料来源：FactSet，交银国际预测；数据截至 2026 年 6 月 11 日

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

目录

2H26 年板块核心观点：逆变器/储能>光伏玻璃>多晶硅>运营商>电池片3

储能系统：经济性拐点驱动需求爆发，AIDC 拓展第二增长曲线.....5

运营商:新政落地后挑战仍在，算电协同规划升级，绿电或成未来盈利关键11

算电协同：算力与新型电力系统的闭环的新基建趋势12

中国内地光伏装机 2026 年全年将有所回落，全球装机仍保持增长15

2026 年中国内地风电应能保持同比温和增长.....16

光伏制造：静待市场化出清17

上游产品价格大幅回落，银价上涨抬升下游价格17

光伏产品出口快速增长，出口退税取消加速产能出海18

光伏玻璃：价格持续新低，加速落后产能出清18

多晶硅：期待能耗新国标落地.....19

电池片：TOPCon 盈利短期修复，高银价扩大 ABC 电池优势21

潜在风险因素.....22

2H26 年板块核心观点：逆变器/储能>光伏玻璃>多晶硅>运营商>电池片

展望 2026 年下半年，新能源各环节的需求增速、竞争格局等基本面状况差异较大，储能需求保持高速增长且竞争格局较好，光伏需求增长放缓且仍处于产能过剩状态，运营商则面临限电等挑战。

我们预计未来几年**储能**需求仍将保持快速增长，尽管面临竞争加剧，但由于壁垒较高，储能系统利润率仍可维持合理水平。

我们预计未来**光伏行业**大概率通过市场化手段实现产能出清，因此行业亏损将相比此前预期或持续更长时间。此情况下，龙头企业无论在技术、成本、市场渠道、优质客户、海外产能/收入占比、资金等方面都具备优势，同时部分二、三线企业将面临加剧挑战，预计出清完成后龙头企业有望迎来产品价格和市占率的双重回升，业绩显著得到修复。叠加目前市场对光伏反内卷的预期已较低，我们认为当前低估值下，龙头估值或已具备长期布局价值。

运营商方面，2026 年盈利不稳定的影响较大，但上半年以来，投资者对运营商装机节奏及年内消纳压力改善幅度等因素敏感度低于预期，我们建议关注 3Q26 公布的中期业绩以评估运营商盈利稳定性改善幅度，这或将影响运营商下半年整体估值提升的幅度。

综合来看，我们对覆盖的新能源各环节的排序为：逆变器/储能>光伏玻璃>多晶硅>运营商>电池片：

- 1) **逆变器及储能**：在新能源占比提升、经济性提高等因素推动下，储能需求超预期爆发式增长，在 2025 年大增 75% 的高基数下，2026 年全球储能系统出货增速预计仍高达 42%，**看好**充分受益于该趋势且 AIDC 电源业务进展顺利的大储系统龙头阳光电源（300274 CH/买入）。阳光电源亦是我们 2026 年下半年新能源板块的**行业首选**。
- 2) **光伏玻璃**：供过于求下产品价格持续新低，加速落后产能出清。我们认为盈利能力强、估值较低的龙头福莱特玻璃（6865 HK/买入）值得留意。
- 3) **多晶硅**：尽管产能收储方案中止，但仍期待大力度的多晶硅能耗新国标正式稿落地并出清落后产能。仍**看好**盈利优势较大的颗粒硅龙头协鑫科技（3800 HK/买入）。
- 4) **运营商**：我们认为运营商目前的分红比率/股息率保持稳定，较具防守性，我们关注算电协同下有望受惠的大唐新能源（1798 HK/买入）在项目装机建设完成后，公司新增项目的发电利用率有望得到保障，有助提高盈利稳定度。
- 5) **电池片**：TOPCon 盈利短期修复但高银价下成本压力仍大。我们认为拥有行业领先的转换效率和独家无银化技术的 BC 龙头爱旭股份（600732 CH/买入）仍值得关注。

图表 1：交银国际覆盖多晶硅子板块预测市净率区间(倍)



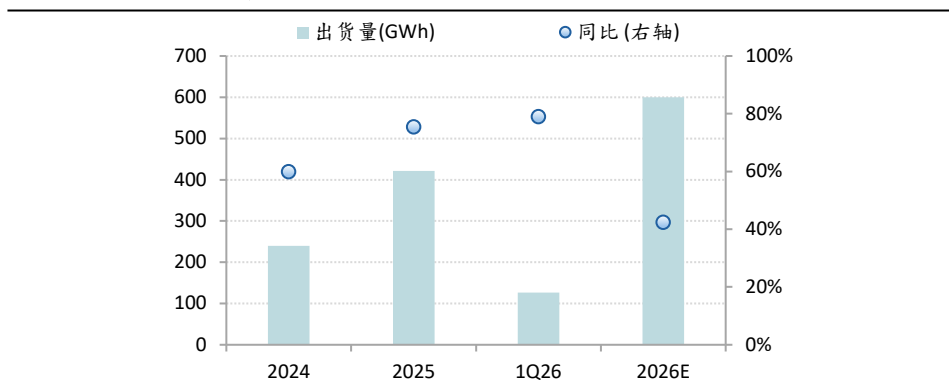
图表 2：交银国际覆盖运营商预测市净率区间(倍)



储能系统：经济性拐点驱动需求爆发，AIDC 拓展第二增长曲线

我们判断，2026 年，全球储能产业正处于关键拐点，正从政策驱动迈入“经济性+场景驱动”双轮验证期。2025 年全球储能系统出货 421.16 GWh，同比增长 75.48%；1Q26 出货 126.40 GWh，同比增长 78.78%，延续高增势头，InfoLink 维持对全年 600 GWh 的出货预测，同比增长约 42%。

图表 3：全球储能系统出货量预测



资料来源：Infolink 预测，交银国际

展望 2026 年下半年，储能板块的核心验证焦点不再是行业增速本身，因为市场对此已有较为充分的预期，关注点将更侧重于以下三个结构性的边际变化：

- 1) 海外户储市场:** 正从“补贴驱动”切换至“补贴+电价+能源安全”三重共振，澳大利亚补贴加码至 72 亿元澳元，叠加欧洲天然气价格高企，改变了户储需求的价格弹性测算模型；
- 2) 大储市场:** 中国内地方面，在“强配储能”政策退出后迎来市场化加速拐点。独立储能容量电价机制落地后，储能项目盈利从单一价差收益转向“电能量+辅助服务+容量补偿”三元收益结构，项目 IRR 稳定性明显改善。海外市场方面，美国公用事业级大储仍是中流砥柱；欧洲大储首次超过户储，成为第一大装机场景。
- 3) AIDC:** 算力扩张为储能开辟了全新的离网/备电应用场景，AIDC 配储从“可选项”升级为“必选项”，我们估算出 2026-2030 年全球 AIDC 新增的大储需求总量约为 37GWh。

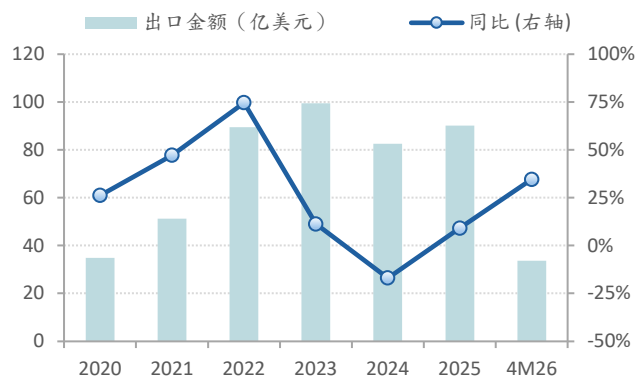
⊕ 海外户储：补贴+电价双重催化，全球户储进入新一轮增长窗口

1Q26，全球户储市场迎来爆发式增长。据 InfoLink 数据，2025 年全球户储系统出货 35.11 GWh，同比增长 75.55%，1Q26 出货 20.67GW，同比大增 392.17%，环比亦大增 138.42%。

我们认为本轮户储爆发的核心驱动来自“补贴+电价+能源安全”的三重共振：

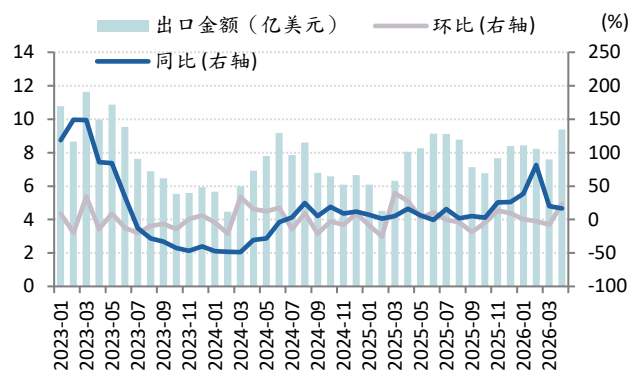
- 1) 澳大利亚是当前全球最激进的户储补贴样本。2025 年 7 月澳政府启动 23 亿澳元户储补贴，反响远超预期；同年 12 月追加 49 亿澳元，总预算达 72 亿澳元，预计带动约 40 GWh 新增储能装机，受益家庭从 100 万户提升至 200 万户。4Q25 澳大利亚单季度户储新增装机相当于 2024 年全年三倍，Infolink 预计 2026 年全年装机达 7 GWh。2026 年 5 月起，补贴阶梯式退坡政策生效，短期抢装效应持续，中期政府补贴托底效应依然稳固。
- 2) 欧洲层面，地缘因素导致天然气价格高企，推升了终端零售电价，能源安全从“弹性需求”演变为“刚性需求”。4M26 中国内地逆变器出口欧洲同比增长 36%至 13 亿美元，增速持续加快验证了这一趋势的持续。英国、西班牙、匈牙利、奥地利等国家新推出的户储补贴政策，进一步强化了需求支撑。
- 3) 此外，中国内地逆变器出口数据也从侧面印证了全球户储的升温趋势。4M26 中国内地逆变器出口金额同比增长 35%至 33.6 亿美元，其中欧洲（+36%至 13.0 亿美元）、澳大利亚（+162%至 2.5 亿美元）及非洲、亚洲新兴市场均实现较快增长；4 月单月中国内地逆变器出口金额创 2023 年 7 月以来新高，反映能源安全需求进一步拉动了户储的备货性需求。

图表 4：中国内地逆变器出口金额



资料来源：海关总署，交银国际

图表 5：中国内地逆变器月出口金额



资料来源：海关总署，交银国际

⊕ 大储：中国内地转向市场驱动，美国与欧洲大储同步提速

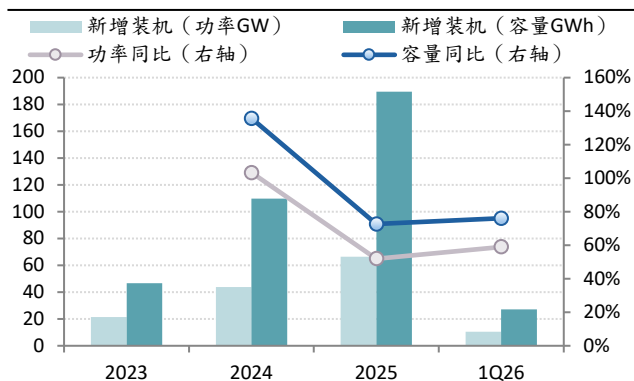
在新能源占比提升、经济性提高等因素推动下，大储需求持续高速增长。2025 年大储（含工商业）系统出货 375.25GWh，同比大增 77.84%，1Q26 出货 103.7GWh，同比增速仍高达 60.8%。中、美、欧三大主要市场是增长的主要动力，其他新兴市场亦呈爆发态势。

过去 12 个月，中国内地市场对配储的预期经历了较大变化，主要原因是 2025 年 6 月新能源电源侧强配储能政策正式取消后，市场曾预期内地储能装机将承压。然而，2025 年全年内地新型储能新增装机功率规模和能量规模分别为 66.43 GW/189.48 GWh，同比分别增长 52%和 73%。进入 2026 年，1Q26 继续分别同比增长 59%/76%至 10.4 GW/27.1 GWh，在高基数上延续高增。

当中，高增的核心原因在于独立储能项目的盈利模式发生了结构性变化。2026 年 1 月，国家发改委、国家能源局首次建立电网侧独立新型储能容量电价机制，保障了独立储能项目的基本回报。目前，大储项目收入来源已从单一的“价差套利”，扩展为“电能量市场+辅助服务市场+容量电价/补偿”的三元结构，项目 IRR 的稳定性和确定性均有所改善。根据 InfoLink 中性预测，2026 年中国内地储能新增装机能量规模约 260 GWh，同比增长约 79%。

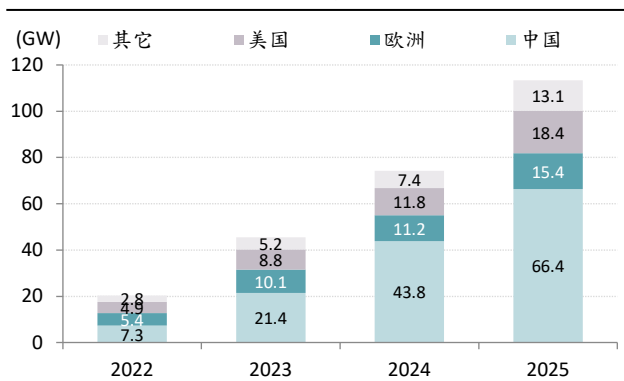
海外市场来看，美国方面，2025 年新型储能新增装机功率规模和能量规模分别为 18.4 GW/48.3 GWh，同比增长 55.5%/54.5%，其中公用事业级储能占比接近 90%，应用场景以独立储能和光伏配储为主。降低通货膨胀法案（Inflation Reduction Act）政策的延续性及 2026 年关税预期推动了项目提前抢装。欧洲方面，2025 年欧洲新型储能新增装机功率规模和能量规模分别为 15.4 GW/32.1 GWh，同比增 38.7%/52.1%。区域分布上，德国、英国、意大利三大市场合计占比 52%，保加利亚、荷兰、罗马尼亚、波兰等新兴市场装机明显加速。欧洲大储在 2025 年欧洲整体新增装机中占比首次超过 60%，超过户储成为增长主引擎。鉴于风电+光伏的高渗透率，需要储能平抑波动性，此外，老旧电网改造成本高企，亦需要储能延后电网投资，这两个结构性因素是欧洲大储持续高增的主要逻辑。其他市场方面，中东及非洲大项目招标陆续落地；印度、澳大利亚等亚太市场也保持快速增长。全球储能需求正从单点区域走向全面开花。据 InfoLink 预测，海外储能装机 2026 年有望同比增长 47%。

图表 6：中国新型储能新增装机



资料来源：CNESA，交银国际

图表 7：全球新型储能分市场新增装机 (GW)



资料来源：CNESA，交银国际

⊕ AIDC 储能：2026 年从概念验证进入订单兑现阶段，打开全新增量场景

储能正在经历从“电力系统资产”到“AI 算力基础设施”的能力延伸。我们认为，AIDC 配储将是 2026 年下半年储能板块最重要的边际预期差，其核心逻辑主要有以下三方面：

1) 需求刚性：AIDC 电力缺口决定了储能成为必选项，而非可选项

随着领先 GPU 单颗功率持续提升，机柜功率已达 MW 级，AIDC 正加速向 800V 高压直流架构演进。按仲量联行测算，2026-2030 年全球 AIDC 新增电力容量需求约为 100GW，我们预计当中 AI 工作负载占为约为 22-31%，BESS/AIDC 配比为 18-25%，配储时长为 3.5-4.2 小时，估算出 2026-2030 年全球 AIDC 新增的大储需求总量约为 37GWh。若计及存量数据中心加装电池储能，每年大储年度需求或提高 5-10%。

图表 8：全球配储容量需求预测（2026-30E）

年结 12 月	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球数据中心并网预测(GW) *	103	115	130	150	173	200
PUE	20%	20%	22%	23%	24%	25%
AI 工作负载占比	20%	22%	25%	27%	29%	31%
AIDC 功率需求 (GW)	20.6	25.3	32.5	40.5	50.2	62.0
AIDC 增量 (GW)		4.7	7.2	8.0	9.7	11.8
BESS/AIDC 功率配比		18%	20%	22%	24%	25%
配储功率需求 (GW)		0.8	1.4	1.8	2.3	3.0
配储时长 (小时)		3.5	3.6	3.8	4.0	4.2
全球配储容量需求 (GWh)		3.0	5.2	6.7	9.3	12.4

资料来源：仲量联行预测，交银国际预测 *仲量联行预测数字

2) 产业验证：订单逐步落地，从概念走向产业兑现

海外 AIDC 储能的首批订单已在 2025 年下半年出现。4Q25 南都电源（300068 CH/未评级）以 4.78 亿元人民币中标美国超大型 AIDC 储能项目。阳光电源去年已开始已接到超 20GWh 的海外订单，客户来自阿联酋、沙特、英国及瑞士。据测算，2026 年将有 20%-25% 的新增算力项目选择离网微电网模式。以上的订单信息共同验证了 AIDC 储能的商业化拐点。

3) 预期差：市场尚未充分定价 AIDC 对储能估值的结构性影响

当前市场对储能板块的估值仍主要锚定“新能源装机增速+电芯价格周期”的传统框架。AIDC 代表的是增量需求场景+更高利润率空间+技术溢价三重重估逻辑。投资视角下，储能系统集成龙头（如科华数据（002335 CH/未评级）及阳光电源）率先获取数据中心电力开发商认证和订单的头部企业，AIDC 订单的高毛利属性有望支撑盈利中枢上移。另外，电力电子平台型公司（如科士达（002518 CH/未评级））凭借 SST、高压直流电源等核心技术向 AIDC 电源系统延伸的企业，享有产业链垂直整合的估值溢价。

⊕ 竞争格局：中国内地企业主导全球储能市场，户储赛道迎来“新势力”

全球储能系统竞争格局在 2025-26 年发生了显著转变。2025 年比亚迪储能以全球 13% 市占率、超 60 GWh 出货量登顶全球榜首，终结了特斯拉 2023-2024 年连续两年的榜首地位。

1Q26，全球储能系统出货量前五依次为：比亚迪储能、阳光电源、华为、特斯拉、中车株洲所。市场集中度方面，市场前五份额为 41.38%，市场前十份额 58.07%，头部厂商初步市场分额开始转为稳定。全球前十储能系统集成商中，中国内地企业占据八席，仅特斯拉与 Fluence 两家海外企业入围。这一格局的变化，意味着中国内地企业凭借全产业链垂直整合、大容量储能产品（如比亚迪储能 2710 Ah 刀片电池）和成本控制能力，在全球储能竞争中持续建立起护城河。

大储（含工商业）赛道方面，1Q26 前五为比亚迪储能、阳光电源、华为、中车株洲所、特斯拉。前五格局虽相对稳定，但头部玩家之间出货差距在毫厘之间，2026 年全年排名或仍有变数。

户储赛道格局变化更为明显。1Q26 全球户储系统出货前五除特斯拉、华为两家传统龙头外，思格新能源（6656 HK/未评级）、麦田能源（未上市）、德业股份（605117 CH/未评级）等三家“新势力”崛起为全球前三，说明户储市场已从品牌认知的驱动，切换至渠道深度、本地化服务、产品力的综合竞争阶段。“新势力”中，**思格**核心亮点在于以 SigenStor “五合一”光储充一体机叠加 AI 能源管理，显著提升户储系统的集成度、智能化和安装友好度。**麦田**亮点在于深耕欧洲核心户储市场，凭借本地分销、安装、售后网络和高性价比产品实现快速放量。**德业**亮点则在于储能逆变器技术与渠道基础深厚，并向电池包、云平台延伸，形成“逆变器+电池+能源管理”的系统化竞争力。

面对这一格局，我们的核心判断是：大储市场强者恒强，但前三竞争仍存较多变数。同时，户储市场格局将继续调整与重塑，逆变器渠道型企业或弹性更大。1Q26 思格、麦田、德业进入户储前三，说明户储市场格局尚未完全稳定。在欧洲和澳洲复苏阶段，渠道型厂商或有望凭借新品、安装生态和库存周转优势获得快速增长。

⊕ 投资启示：大储系统集成商和 AIDC 储能细分赛道

我们较看好**大储系统集成商**，受益于中国内地大储市场化加速、北美公用事业级大储持续高增、以及欧洲大储首次超户储的结构性变化，份额领先者具备规模效应+毛利率双升空间。**2H26 催化剂**主要包括：全球储能出货目标完成度、AIDC 订单落地、海外项目中标等。同时，我们亦关注**AIDC 储能细分赛道**，受益于 AI 算力扩张带来的增量备电/离网储能需求，具备数据中心客户认证、电力电子垂直整合能力的企业享有更高的盈利弹性和估值溢价。新增订单变化和 AIDC 电源首批批量交付等因素仍将在下半年备受市场关注。

⊕ 选股建议：行业首选阳光电源（300274 CH）

展望 2026 年下半年，在逆变器及储能环节中，我们**首选**低估值的大储系统龙头阳光电源（300274 CH/买入）。公司 2025 年储能系统出货 43 GWh，位居全

2026 年 6 月 15 日

新能源与公用事业行业

球前二，同比大增 54%，且增长完全来自高毛利的海外，海外占比同比大幅提升 16 个百分点至 83%，1Q26 出货 11.4GWh，同比持平，剔除 2025 年同期沙特 7.8GWh 大项目影响后则同比大增，2026 年出货目标超 60GWh，增速超 40%。此外，公司正大力布局需求爆发式增长的 AIDC 电源业务，公司提供固态变压器 SST 及电源解决方案，目前已经与部分国际头部云服务厂家及中国内地头部互联网企业开展合作，目标是今年有产品落地和小规模交付，明年开始批量交付，有望成为新增长点并显著提升估值。我们看好储能和 AIDC 电源需求高增支撑公司未来增长。

图表 9：阳光电源分部数据及预测

年结 12 月	2024	2025	2026E	2027E	2028E
光伏逆变器电力转换设备					
出货量(GW)	147	143	150	160	170
收入(百万元人民币)	29,127	31,136	31,500	32,000	34,000
毛利率	30.9%	34.7%	33.0%	32.0%	31.0%
储能系统					
出货量(GWh)	28.0	43.0	60.0	90.0	120.0
收入(百万元人民币)	24,959	37,287	60,000	90,000	120,000
毛利率	36.7%	36.5%	30.0%	30.0%	30.0%
新能源投资开发					
收入(百万元人民币)	21,003	16,559	16,559	16,559	16,559
毛利率	19.4%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 10：阳光电源财务预测

年结 12 月 (百万元人民币)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	77,857	89,184	113,129	144,381	177,284
同比	7.8%	14.5%	26.8%	27.6%	22.8%
毛利	23,312	28,389	32,655	41,733	51,313
毛利率	29.9%	31.8%	28.9%	28.9%	28.9%
净利润	11,036	13,461	16,058	20,744	26,216
同比	16.9%	22.0%	19.3%	29.2%	26.4%
ROE	31.7%	29.9%	28.8%	29.7%	30.0%
净负债权益比	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司资料，交银国际预测

另外我们亦关注海博思创（688411 CH/未评级），公司优势在于通过技术差异化（模块化方案、AI 全生命周期运维）获取中国内地优质订单，在行业普遍亏损情况下 2025 年内地毛利率仍达 17.2%，并凭借龙头优势，逐步扩展高毛利的海外市场（2025 年海外毛利率高达 29.5%）。公司业务深度协同龙头企业宁德时代（十年战略合作锁量 200GWh 以上），并加速向“制造+服务”转型，致力于成为中国内地最大储能资产运维商。同时，2025 年为公司规模化出海元年，海外收入同比大增 76.64%，已成功进入欧美及新兴市场，海外收入占比升至 8.2%，实现了从中国内地设备厂商到全球综合能源服务商的跃升。

运营商:新政落地后挑战仍在，算电协同规划升级，绿电或成未来盈利关键

2026 年是“136 号”文全面实施的第一年。从执行情况来看，超过 25 个省区市已完成 2025 至 2026 年新增新能源项目机制电价竞价，市场机制的运行效率和透明度持续提升。136 号文实施的本质，是为存量项目提供煤电基准价的保底机制，对于在运装机规模较大的运营商而言，存量项目相当稳定的收入，有望成为新增项目的投资提供现金流支撑平滑作用。

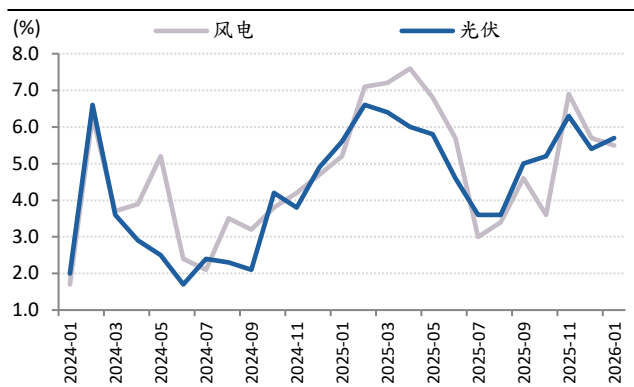
市场化定价已是大势所趋，新政的落地对运营商的电力营销能力提出了更高要求。参考已完成两轮竞价的省区市，2026 年机制电价普遍较 2025 年下半年更低。对运营商而言，单纯依赖机制电价已不足以保障回报，须主动提升参与电力市场的交易能力。具备灵活调度能力和储能配置的运营商将有望在电力市场中占据竞争优势。

同时，机制电价和机制电量比例在各省的差异，反映了各地消纳条件、供需格局和政策的差异化取向。对于新项目开发而言，竞价上限相对较高的地区，但市场化程度也更高，项目收益的确定性需要通过更精细的电价预测和交易策略。对于存量项目占比较大的运营商而言，宁夏、青海等低价区域的存量项目或面临更大的收益压力。

短期来看，2025 年风/光装机大增后，消纳端需要重估，限电率仍处于近年较高水平，叠加新政落地后电价仍有挑战，因而我们覆盖的运营商亦对 2026 年的装机规划转为保守。

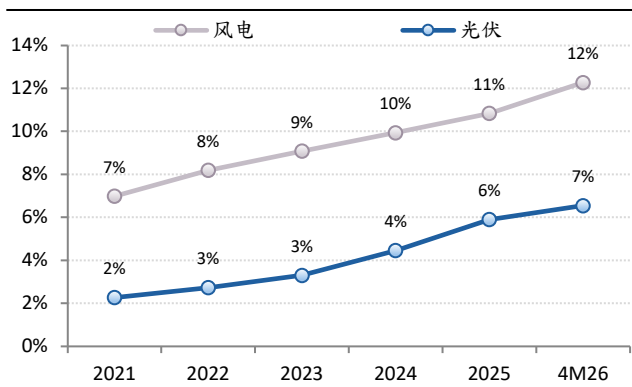
我们认为，运营商能否把握绿电消费需求的增长，将是未来 2-3 年盈利稳定性的关键。绿电直连政策为运营商拓宽了消纳路径，还可能为其带来实现高绿电溢价的机会。特别在算电协同的政策指导下，运营商透过与数据中心锁定长期购电协议构筑了市场基础。我们预计 2026 年下半年将有更多运营商试行绿电直连模式，相关收入贡献或将在 2026 年下半年至 2027 年中得到初步体现。

图表 11：中国内地风光项目限电率仍徘徊在高位



资料来源：全国新能源消纳监测预警中心，交银国际

图表 12：中国内地风/光发电量占比已升至近 20%



资料来源：国家统计局，交银国际

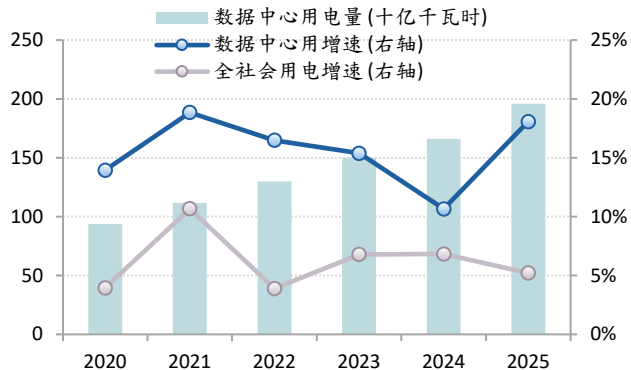
算电协同：算力与新型电力系统的闭环的新基建趋势

我们认为 2026 年是算电协同的规划升级的一年，将算力负荷纳入新型电力系统，并作为支撑算力的电源，同时优化电力的供应结构。**2026 年政府工作报告明确将“算电协同”与“超大规模智算集群”并列写入新基建工程任务**，四部门随后印发《关于促进人工智能与能源双向赋能的行动方案》，进一步将协同路径推进至执行方案，包括统筹新能源大基地与国家算力布局、直连供能、构网型储能、绿电直连政策指引、以及算力设施作为可调节负荷参与电力市场等。这意味着算电协同正在从试点示范区逐步迈向落地验证的阶段。

算力斜率陡峭与电力系统结构性调整交汇，促进深度整合

电力供应能力已从数据中心的运营成本项，提升为项目落成的先决条件。据中国信通院口径，2025 年中国内地的算力中心用电量已行至约 1960 亿千瓦时，同比增速约 18%，占全社会用电量接近 2%。中国信通院估算的一般情景中，到 2030 年内地数据中心用电量或超 4000 亿千瓦时，在全社会用电的占比提升至 3%。高用量情景下，算力中心用电或超过 7000 亿千瓦时，占全社会用电的 5.3%。在电力系统中，此类增速已无法被视作普通的新增负荷。关键在于，大模型训练及推算具有“高密度、高波动、高连续性”的负荷特征，传统“被动跟随式”的电网输配电扩容节奏，难以匹配其发展需求。

图表 13：2020-25 年内地数据中心用电量按年增速均高于全社会用电增速

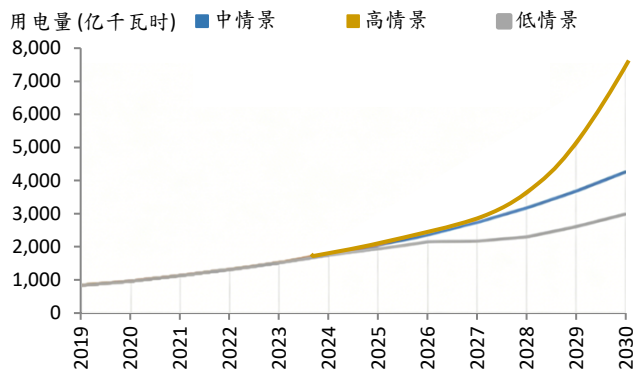


资料来源：中国信息通信研究院，国家能源局，交银国际

与此同时，我国新能源已进入消纳瓶颈期。随着电力市场化交易的不断深入，系统运营成本加速上升，电力系统亟需规模化的增量负荷来平抑日内的新能源峰谷发电供应量。

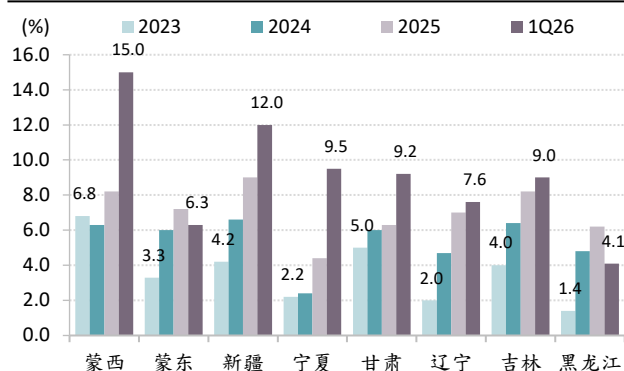
目前中国内地风/光装机占比已接近总装机的一半，但“三北”地区弃电与消纳压力并存。对此，修建更多特高压及加强配储等传统方法的边际成本在上升。再次背景下，算电协同另辟蹊径：与其单纯依靠扩容电网去追赶算力负荷，不如提升数据中心作为可调节负荷的空间，将其从单向被动“耗能大户”转化成电网侧的可聚合资源。

图表 14：中国信通院预期 2027 年内地数据中心用电量增速可能加快



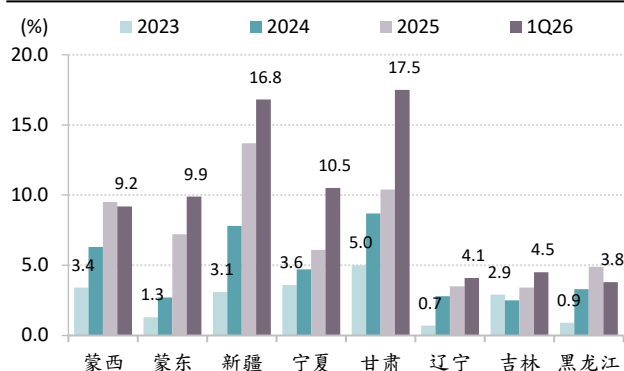
资料来源：中国信息通信研究院，交银国际

图表 15：我国“三北”地区风电弃电率



资料来源：全国新能源消纳监测预警中心，交银国际

图表 16：我国“三北”地区光伏弃电率



资料来源：全国新能源消纳监测预警中心，交银国际

从“东数西算”到“算电协同”的新基建

算电协同政策加码，是在过去三年间多条政策线基础上的纵深延伸。2023 年底，国家发改委等部门在“东数西算”框架下提出，到 2025 年枢纽节点新建数据中心绿电占比超 80%，以及初步形成算力电力双向协同机制等目标。2024 年的《新型电力系统行动方案》中，也已明确实施一批算力与电力协同项目。

2026 年，算电协同被写入政府工作报告，明确通过数字化技术、智能算法和信息网络，将算力基础设施与电力系统深度融合，推动资源动态匹配与优化配置，实现“以电强算、以算促电”的良性循环，具体路径涵盖推进绿电直供、绿电聚合供应利用等。随后出台的行动方案侧重于操作性，则从枢纽选址协同、直连供能形态探索，到构网型储能与负荷侧参与市场均有布局。这意味着政策端重心的转变，算电协同的重点工作，已从早期的绿电供应量总量问题，转向如何将可结算、可调度、可监管的绿电高效送达算力负载端。

目前，在中国内地规模化验证案例有宁夏中卫的大唐云基地项目。项目一期规划合计约 2 吉瓦风光，其中 500 兆瓦光伏已全容量并网，1.5 吉瓦风电尚在推进。通过专线接入开关站直供云基地，年均可覆盖约 22.9 亿千瓦时用电需求，远期目标为推进至 460 万千瓦级。

展望 2026 年下半年，我们认为，算电协同的投资机会正逐步从基础设施底座传导到能源供给侧：

- ④ **电网升级与电力设备：**无论算电协同最终采取何种演进形态，都对电网提出更高要求：更强的跨区输送能力（特高压/加强工程）；更柔性的配网（智能微网/构网型储能/分布式电源(DG)接入能力）；以及更高的电能质量治理等级（智算负载对电压暂降极度敏感）。随着特高压纳入规划的预期落地，叠加数字电网建设，这或将成为“十五五”期间高确定性的电网资本开支主线之一，而算电协同的深化则进一步强化这一趋势的持续性与空间。
- ④ **枢纽区域一体化开发商：**伴随政策对枢纽节点绿电占比的硬性约束，算力集群向风光富集区聚集，催生大量绿电直供/源网荷储一体化需求，使得沿线风/光电站能够锁定长期电力资产（PPA），并显著降低弃电率，从而打开的估值修复空间。

作为宁夏中卫的大唐云基地项目运营商，我们认为大唐新能源（1798 HK/买入）在项目装机建设完成后，公司新增项目的发电利用率有望得到保障，有助提高盈利稳定性，特别在目前项目利用率有较大的不确定性时，我们认为中卫项目可减缓公司总体利用率下降速度。我们预期公司 2026-27 年发电量有望同比增长 4.1%/5.8%，帮助公司盈利扭转同比下降趋势，在 2026-27 年支撑盈利同比增长 2.3%/16.4%。

图表 17：大唐新能源主要营运数据预测

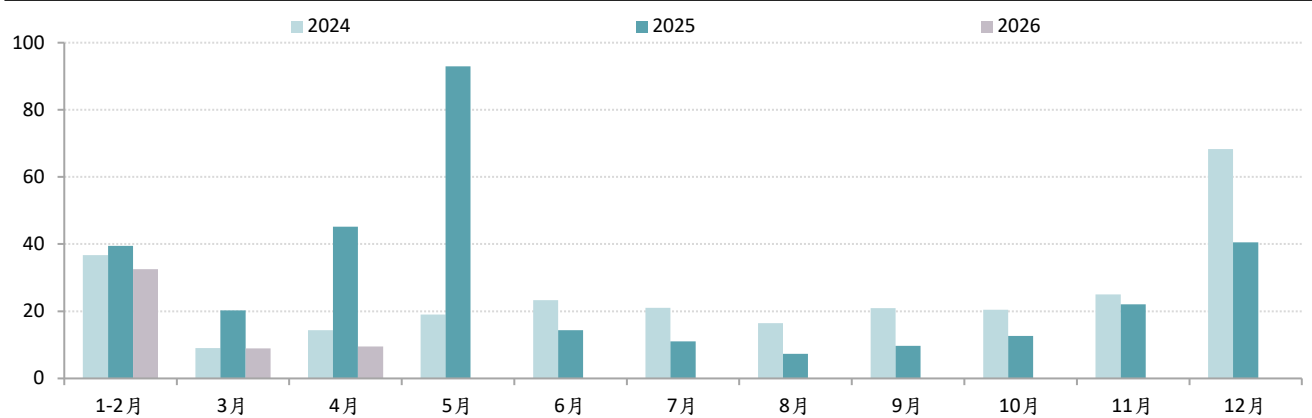
年结 12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
装机容量(兆瓦)					
风电	14,482	14,353	15,853	17,353	18,853
光伏	4,365	4,888	5,888	7,088	8,588
总数	18,846	19,242	21,742	24,442	27,442
变动(兆瓦)	3,428	396	2,500	2,700	3,000
发电量(吉瓦时)					
风电	28,650	29,994	31,210	33,035	36,089
光伏	3,610	5,111	6,126	7,378	8,897
总数	32,260	35,105	37,336	40,413	44,986
增长(%)	2.1	4.7	4.1	5.8	9.2

资料来源：公司资料，交银国际预测

中国内地光伏装机 2026 年全年将有所回落，全球装机仍保持增长

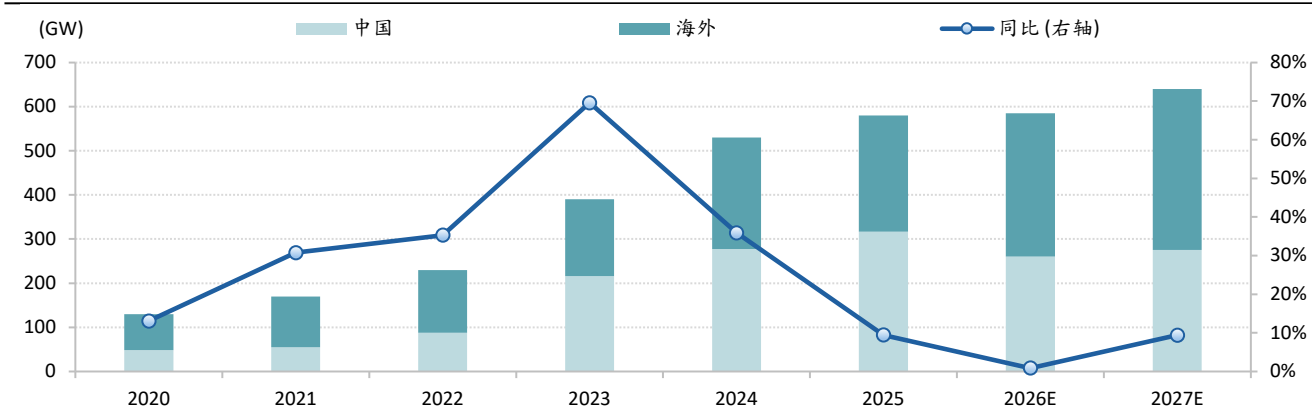
受新能源电价全面市场化和限电率提高影响，今年以来中国内地光伏新项目收益率明显下降，装机积极性有所降温，此外 2025 年 6 月 1 日前的大规模抢装也提前释放了部分需求，导致 2026 年 1-4 月内地光伏新增装机同比下降 52% 至 50.9GW。鉴于抢装带来的高基数效应，我们预计 5 月内地的光伏装机仍将维持同比下降，但从 6 月开始随着高基数效应减退，同比将恢复小幅增长，全年新增装机将同比下降 18% 至 260GW。但我们注意到近期部分省份确定的 2026 年光伏机制电价同比已明显回升，有利光伏项目收益率，我们预计 2027 年内地新增装机光伏将同比回升 6% 至 275GW。全球方面，2026 年尽管中国装机下降，但印度、中东、非洲等新兴市场快速增长，我们预计全球新增装机增长仍将增长 1% 至 585GW，其中海外新增装机 325GW，同比增长 24%。预计随着中国内地需求回升，2027 年全球新增装机增速将回升至 9%。

图表 18：中国内地月度光伏新增装机（GW）



资料来源：国家能源局，交银国际

图表 19：全球光伏新增装机预测



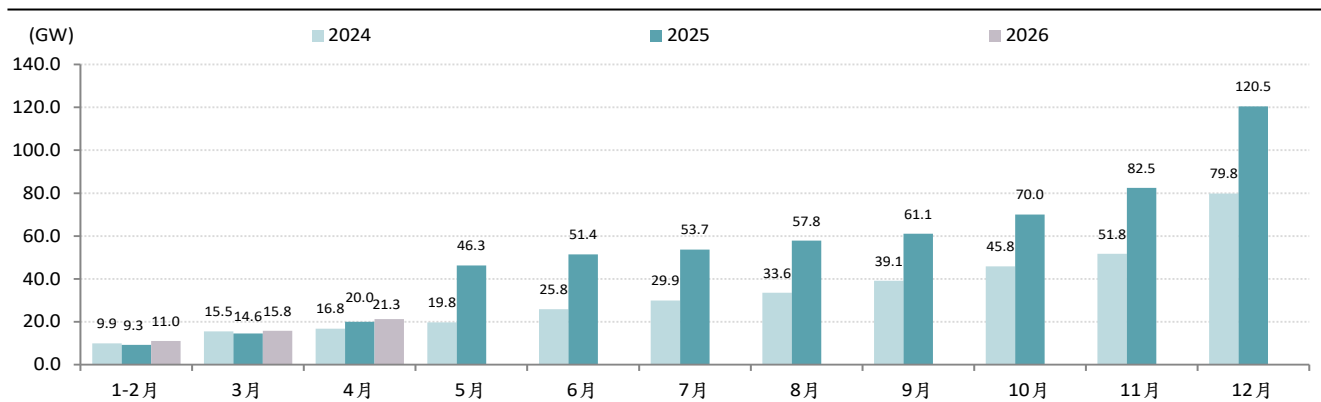
资料来源：中国光伏行业协会，交银国际预测

2026 年中国内地风电应能保持同比温和增长

2025 年中国内地风电新增装机同比增加约 50% 至 120 吉瓦，超出市场预期。2026 年前 4 个月，虽然光伏新增装机受去年抢装期的高基数影响同比有所回落，但风电新增装机同比仍实现 6.5% 的同比增长。从项目回报角度来看，风电不但比光伏有更高的利用小时数，且在电网消纳层面，其出力曲线和容量系数也优于光伏。相较而言，光伏发电集中于日间发电的性质，易加剧日内的供需错配。我们看到，光伏与风电的新增装机比例已从去年的 5 倍高位，逐渐回落至目前约 2.3 倍的较合理水平（2021 年至今的平均为 3 倍）。

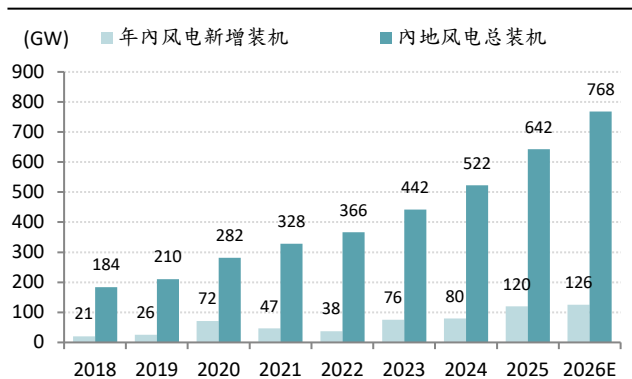
基于此，我们预计 2026 年中国内地风电新增装机将同比上升约 5% 至 126 吉瓦。这一判断主要基于两点支撑：1）目前主流运营商普遍有减慢新增光伏项目，但保持新建风电项目速度的结构性调整意向；2）2025 年，中国内地风电公开招标量仍保持 121 吉瓦的高位（与同期新增装机量相若），为 2026 年风电新增装机超过 120 吉瓦以上奠定了良好基础。

图表 20：中国内地月度风电新增装机（GW）



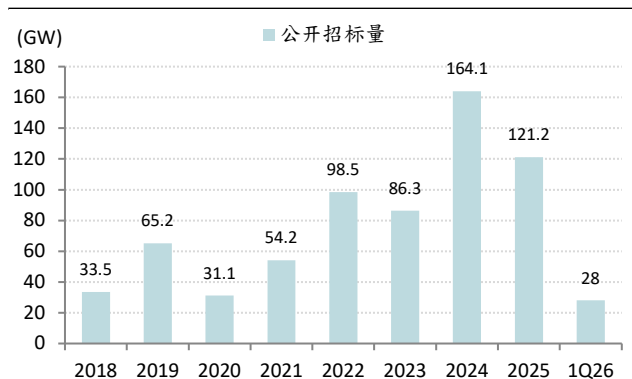
资料来源：国家能源局，交银国际

图表 21：预计 2026 年中国内地风电新增装机仍保持温和增长



资料来源：国家能源局，交银国际预测

图表 22：2025 年内地风电公开招标量有所回落，但仍维持高位



资料来源：金风科技，交银国际

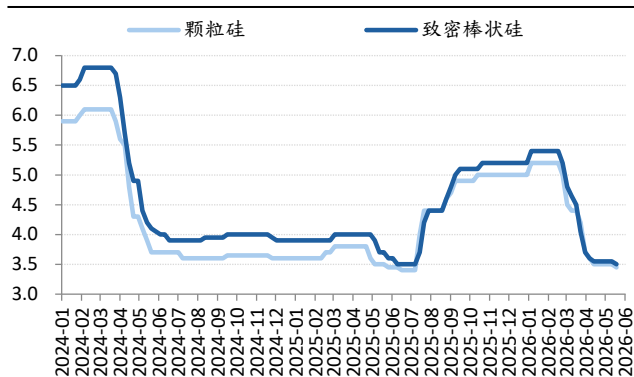
光伏制造：静待市场化出清

上游产品价格大幅回落，银价上涨抬升下游价格

由于强有力的去产能政策并未出台和多晶硅产能收储中止，多晶硅、硅片等上游光伏产品价格在去年下半年大幅反弹后回落，目前已接近前期低点。

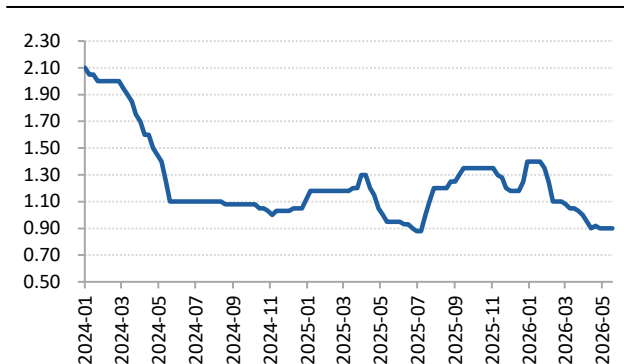
尽管上游价格回落，但银价的强劲上涨仍导致下游成本上升，在成本传导下，电池片价格去年12月以来大幅上涨，最大涨幅一度超60%。但随着银价有所回落和出口退税取消前的抢装结束，近期价格明显回落。组件价格也跟随电池片涨价，但因下游接受度较低，涨幅不及电池片。

图表 23：中国内地多晶硅价格走势（万元/吨）



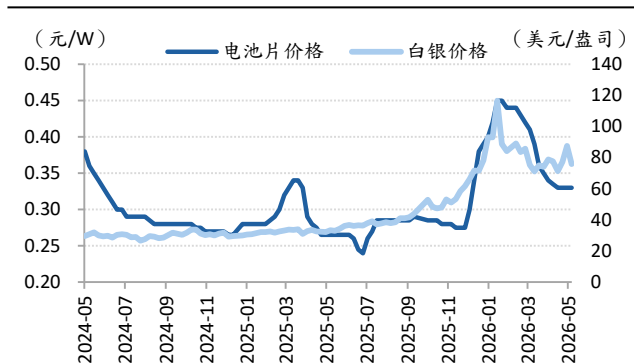
资料来源：Infolink，交银国际

图表 24：中国内地 N 型硅片价格走势（元/片）



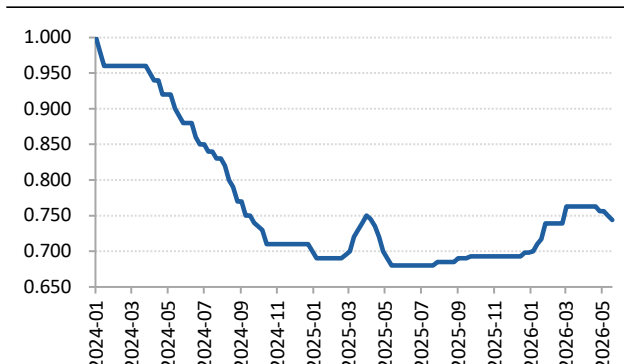
资料来源：Infolink，交银国际

图表 25：中国内地 TOPCon 电池片价格走势



资料来源：Infolink，交银国际

图表 26：中国内地 TOPCon 组件价格走势（元/W）



资料来源：Infolink，交银国际

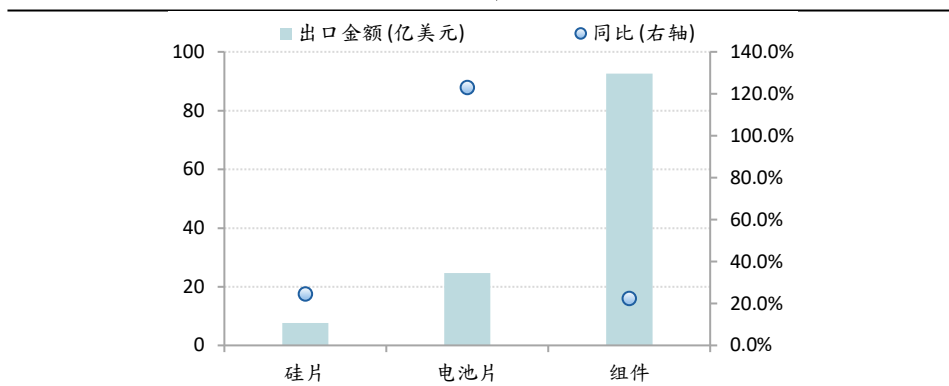
光伏产品出口快速增长，出口退税取消加速产能出海

今年 1 月 9 日财政部、税务总局宣布自 4 月 1 日起取消光伏电池片、组件、玻璃 9% 的增值税出口退税，这引发了 1 季度抢出口，但 4 月出口仍保持强劲，反映海外需求持续性较强。

4M26 中国光伏硅片/电池片/组件出口金额分别为 7.65/24.73/92.58 亿美元，同比增长 25%/123%/23%，反映海外需求持续增长，其中印度、巴基斯坦、中东等新兴市场增长显著。电池片增速继续远高于组件和硅片，反映海外组件本土制造取得明显成效，但电池片对中国出口依赖程度仍高。

取消出口退税导致海外产能的成本劣势缩小，其相对中国内地产能的综合优势进一步扩大，将加速光伏产能尤其是海外目前较为稀缺的电池片产能出海。

图表 27：4M26 中国电池片出口金额增速高达 123%，远超硅片和组件



资料来源：海关总署，交银国际

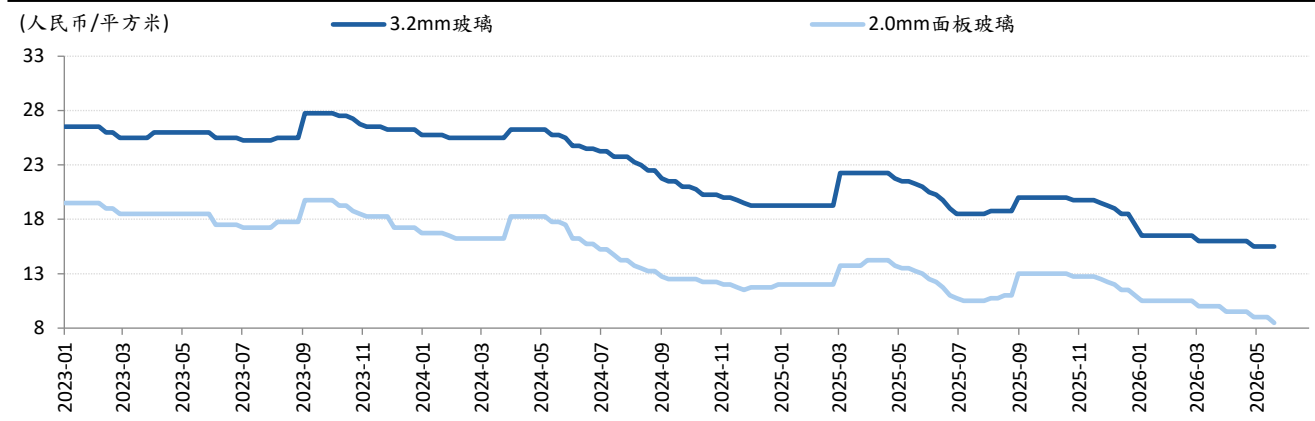
光伏玻璃：价格持续新低，加速落后产能出清

在供过于求的背景下，中国内地 2.0 毫米光伏玻璃每平米价格已由 2025 年底的 11 元跌至目前 8.5 元。同时，天然气等燃料价格因地缘因素上涨，行业亏损持续扩大，加速落后产能出清。中国内地日熔量已由 2025 年底的 8.8 万吨降至目前的 7.7 万吨，但较供需平衡仍有距离，产能出清仍需时间。

尽管中国内地市场面临较大挑战，但龙头企业通过增加高毛利的海外收入，有力地拉动了毛利率。2025 年，福莱特和信义光能海外收入占比分别提升 9.7/10.2 个百分点至 34.7%/33.5%，推动光伏玻璃综合毛利率仍同比提升 0.5/4.4 个百分点至 16.1%/14.1%，相比于较少布局海外产能和优质客户的二三线企业，龙头企业的盈利或展现更强的韧性。

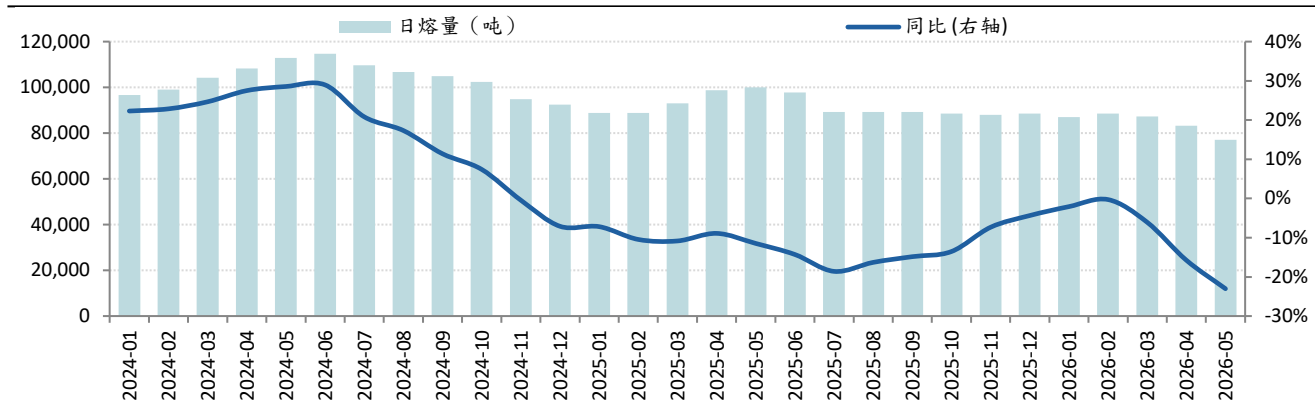
我们认为，依靠市场化价格竞争推动的产能出清虽带来短期挑战，致龙头企业短期盈利承压，但这将有利于长期竞争格局优化，并促进行业盈利更快回归合理水平。在光伏玻璃环节中，我们偏好盈利能力强、估值较低的龙头福莱特玻璃（6865 HK/买入）。

图表 28：中国内地光伏玻璃价格走势



资料来源：卓创资讯，交银国际

图表 29：中国内地光伏玻璃日熔量变化



资料来源：卓创资讯，交银国际

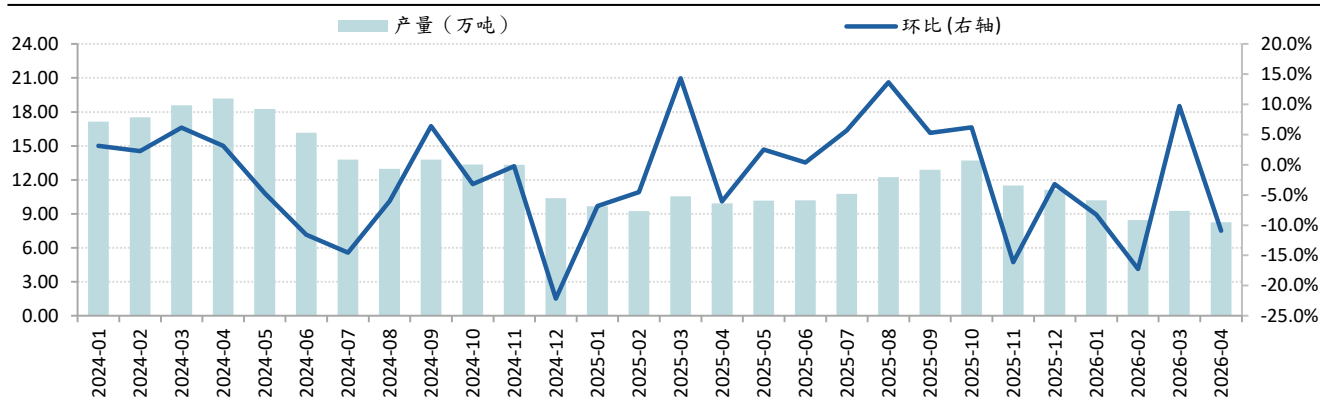
多晶硅：期待能耗新国标落地

因有大幅缓解多晶硅产能过剩的可能，在去年 7 月政府提出反内卷后，市场对产能收储方案预期较高，期间多晶硅含税价格由最低 3.5 万元/吨强劲反弹至 5.4 万元/吨。但收储方案因反垄断考量而中止，此后多晶硅价格回落至目前的 3.5 万元/吨。

目前，多晶硅产能过剩程度较高，尽管在持续减产后，内地月产量已由 2025 年 10 月的 13.7 万吨高点，大幅下降至 2026 年 4 月的 8.3 万吨，目前行业开工率已下修至 31%，但行业仍处于仍持续累库通道。截至今年 4 月底，行业库存为 50.6 万吨，库存天数约半年。

大力度收紧的能耗新国标或成产能出清的新关键节点。我们期待其在今年内落地，有望实现落后产能的出清，加速恢复供需平衡。在此催化下，技术领先企业的电耗优势或将进一步放大，而自备电厂等低电价资源优势将被削弱。

图表 30：中国内地多晶硅月产量

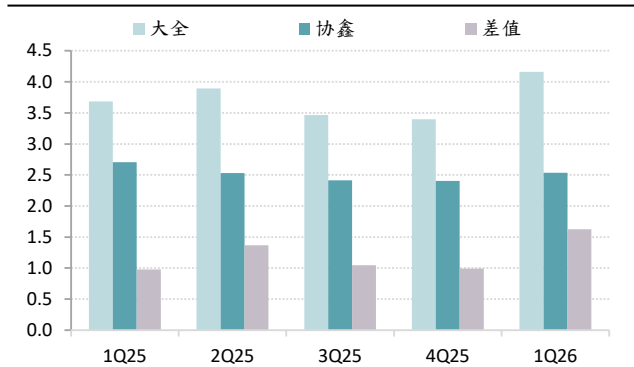


资料来源：硅业分会，交银国际

在多晶硅环节中，我们看好盈利优势较大且有望继续扩大的颗粒硅龙头协鑫科技（3800 HK/买入）。公司 1Q26 公司颗粒硅生产现金成本（含研发）仅为 2.54 万元/吨，同比下降 6%，持续保持行业最低，其相比棒状硅龙头大全能源（688303 CH/未评级）的优势由 1Q25 的 0.98 万元/吨大幅扩大至 1Q26 的 1.63 万元/吨。随着颗粒硅品质提升，相比棒状硅企业的销售折价也逐渐收窄，其中 4Q25 一度超过大全能源。在成本优势扩大和折价收窄共同推动下，公司单吨生产现金利润相比大全能源的优势由 1Q25 的 0.55 万元扩大至 1Q26 的 1.4 万元，盈利优势凸显。

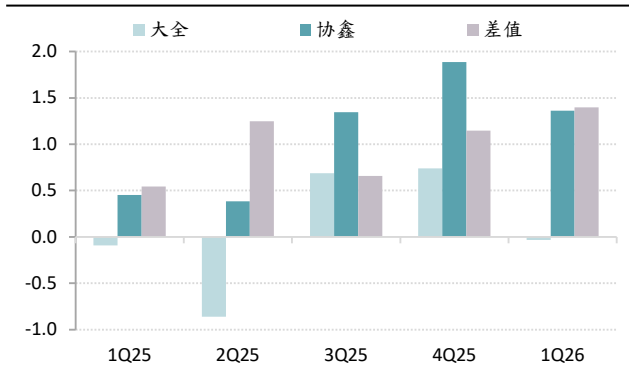
目前颗粒硅的低碳优势尚未在售价上得到体现，但随着各国碳关税逐步实施，我们预计颗粒硅相比棒状硅的折价将逐渐变为溢价，公司盈利优势或将继续扩大。

图表 31：协鑫/大全现金成本（万元/吨）



资料来源：各公司资料，交银国际

图表 32：协鑫/大全生产现金利润（万元/吨）

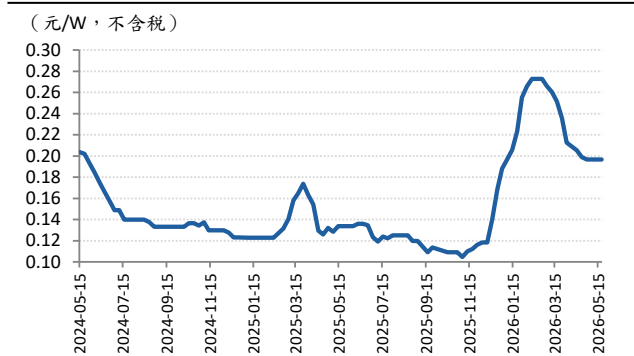


资料来源：各公司资料，交银国际

电池片：TOPCon 盈利短期修复，高银价扩大 ABC 电池优势

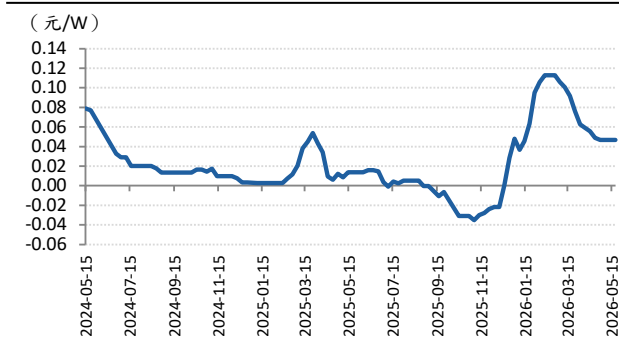
受行业自律、出口退税 4 月 1 日取消前的抢出口、银价抬升推升成本等推动，TOPCon 电池片中国内地的价格由去年 12 月初的 0.28 元/瓦快速涨至 1Q26 最高的 0.45 元/瓦，最大涨幅超 60%。受此推动，TOPCon 电池盈利短期明显修复，龙头钧达股份 1Q26 实现扭亏，建议关注在近期电池价格回落后 2Q26 盈利水平的稳健性。

图表 33：电池片-硅片价差



资料来源：Infolink，交银国际

图表 34：TOPCon 先进产能内销单 W 现金利润测算



资料来源：Infolink，交银国际

白银价格 2025 年初至今涨超 1.5 倍，导致银耗较高的 TOPCon 电池成本大增，降低银耗成为各电池片技术路线的重点。

HJT 电池早已使用银含量较低的银包铜浆料，成本受影响幅度相对较小，但仍难以完全摆脱银价影响。

相比之下，爱旭股份通过长期研发，已掌握电镀铜量产技术，在行业内率先实现“无银化”，采用该技术的 ABC 电池成本不受银价影响，在本轮高银价周期下，成本优势明显扩大。

同时作为目前转换效率最高的晶硅电池技术，BC 电池在分布式及海外高价市场溢价明显，叠加我国政策对高效电池技术的倾斜，BC 电池出货量迎来快速增长。

在电池片环节中，我们偏好 BC 龙头爱旭股份（600732 CH/买入），公司有望通过自有 ABC 电池技术凭借领先的转换效率和无银化优势，持续获取超额利润。

潜在风险因素

光伏制造供给超预期，影响竞争格局：光伏制造各环节都有大量拟新增产能，企业仍等待时机投产，可能导致短期供给超预期，使产品售价下跌。同时各环节新进入者已有减少，但目前市占率高及财政资源较优的企业维持进取的销售策略，将影响竞争格局，原有龙头市占率可能降低。

新增装机不及预期：不确定性因素可能导致光伏及风电需求不及预期。新政出台后，上网电价的市场化程度将大幅提高，短期的电价波动或会影响运营商对后续新增项目推进节奏。

风/光增量项目电价低于预期：2025 年 6 月开始并网的风/光项目需以竞价方式订出。因不同运营商考虑因素有差别，上网电价或会出现偏低情况，潜在影响新增项目回报率。

海外国家的相关要求或会影响风机出口进度：目前成熟市场逐步对有明显成本优势的中国企业的出口销售施加额外条件，或会影响中国企业出口销售的进度未及预期。

2026 年 6 月 15 日

新能源与公用事业行业

图表 35：交银国际新能源与公用事业行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
2688 HK	新奥能源	买入	48.86	73.66	50.8%	2025 年 08 月 28 日	分销商
135 HK	昆仑能源	买入	7.03	8.85	25.9%	2025 年 08 月 20 日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	17.13	16.50	-3.7%	2025 年 08 月 29 日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	6.84	6.80	-0.6%	2025 年 06 月 30 日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	8.35	8.40	0.6%	2025 年 08 月 27 日	能源设备
1798 HK	大唐新能源	买入	1.53	1.81	18.3%	2026 年 04 月 01 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.15	2.68	24.7%	2026 年 04 月 01 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	19.61	21.05	7.3%	2026 年 01 月 23 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.22	3.75	16.5%	2025 年 08 月 22 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.05	8.23	36.0%	2025 年 08 月 21 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	148.76	220.00	47.9%	2026 年 05 月 29 日	光伏制造（逆变器）
688390 CH	固德威	买入	110.46	117.00	5.9%	2026 年 05 月 04 日	光伏制造（逆变器）
3800 HK	协鑫科技	买入	0.73	1.19	63.0%	2026 年 04 月 01 日	光伏制造（多晶硅）
1799 HK	新特能源	买入	4.53	6.30	39.1%	2026 年 04 月 01 日	光伏制造（多晶硅）
6865 HK	福莱特玻璃	买入	7.38	10.65	44.3%	2026 年 03 月 30 日	光伏制造（光伏玻璃）
1108 HK	凯盛新能	中性	2.70	3.58	32.6%	2026 年 04 月 10 日	光伏制造（光伏玻璃）
968 HK	信义光能	中性	2.41	3.67	52.3%	2026 年 03 月 02 日	光伏制造（光伏玻璃）
600732 CH	爱旭股份	买入	12.70	16.25	28.0%	2026 年 04 月 29 日	光伏制造（电池片）
002865 CH	钧达股份	买入	64.22	86.89	35.3%	2026 年 04 月 10 日	光伏制造（电池片）
3868 HK	信义能源	中性	1.02	1.31	28.4%	2026 年 03 月 04 日	新能源发电运营商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2026 年 6 月 12 日

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、Mixres Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拔康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司、上海易景信息科技股份有限公司、广东云徙智能科技股份有限公司、驭势科技（北京）股份有限公司及北京深演智能科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司及光大证券股份有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征购或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。