



公用事业行业研究

买入（维持评级）
行业周报
证券研究报告
国金证券研究所
分析师：姜涛（执业 S1130525120007）
jiang_tao@gjzq.com.cn

分析师：许子怡（执业 S1130526030003）
xuziyi@gjzq.com.cn

分析师：卢佳琪（执业 S1130526070001）
lujiaqi@gjzq.com.cn

联系人：郭仕豪

guoshihao@gjzq.com.cn

火水业绩均有超额，火电即将脱颖而出

投资逻辑：

■ 业绩初窥：水电盈利改善，火电降幅可控

截至 2026 年 8 月 15 日，我们选取已披露 2026 年中期报告、业绩快报或业绩预告的 38 家公司作为样本：水电板块，桂冠电力、黔源电力来水较好，二季度归母净利润同比高增 39.6%、96.9%，川投能源在雅砻江发电量大幅下滑的情况下，上半年归母净利润仅小幅下滑 5.3%，雅砻江度电收入及利润实现双位数增长，当前汛期来水已在低基数下显著改善，下半年发电量有望实现高增长。火电板块，全国性发电企业业绩尚未发布，浙能电力、粤电力等部分区域性发电企业二季度由于长协煤覆盖度有限，利润下滑明显，但预计火电业绩降幅整体可控，业绩最大压力或已过去。绿电板块，受市场化电价下行及消纳影响板块仍在承压，多数公司二季度业绩压力较大，但部分公司补贴回款速度提升，现金流情况改善。燃气板块中九丰能源归母净利润增速明显回升，二季度同比增长 45.4%。

■ 煤价快速上涨提振电价预期，四川大力支持算电融合

本周秦皇岛 5500 大卡现货煤价继续上涨至 855 元/吨（周环比上升 11 元/吨），同比涨幅为 163 元/吨，近期港口库存加速回落、沿海电厂库存同比+1.1%、内陆电厂库存同比-7.9%。需求来看，本周电厂日耗边际回落，7 月以来受水文改善影响，火电发电量预计略有承压，但最大压力或已过去。从产能侧来看，近期事故频发、安监趋严，产能侧成为驱动煤价上涨的主要因子。展望后续，预计 9-12 月的火电电量或将有所增长（去年同期基数较低），在安监持续的情况下，重点关注港口库存对煤价上涨的驱动作用。从电价维度来看，我们继续强调当前广东、江苏的月度长协电价已经超过年度长协水平，预计 2027 年电价将触底向上，8 月全国代购电价的算数平均值亦有超季节性抬升。电价的上涨一方面由能源通胀驱动；另一方面伴随部分区域火电投产高峰已过，电力供需也将迎来拐点。电价上涨将带动基本面的改善，算电融合则打开想象空间，本周四川发改委发布《四川省推进算力网建设的若干政策措施（试行）》，提出鼓励整合攀西—川西北水风光储资源、按直供新能源配置规模的 2 倍给予算电融合项目运营企业（仅限一个投资主体）额外新能源配置规模，大力推动算电融合投资。

■ 利与红利的再深化与再拓展，火电将脱颖而出

我们在年初提出利与红利的红利资产配置思路，即重视红利类资产的利润增长，在此前市场风格相对进攻的状态下，煤炭通过量利双升的边际变化，年初至今涨幅位列全市场第 3。我们也沿着此路径在 6 月下旬的底部位位置建议关注水电板块，看好水文数据改善带来的水电利润变化，驱动了本轮水电行情的演绎。展望后市，我们认为方向有二，其一是红利的扩张，即放宽利与红利的标准，关注一部分业绩找到拐点的低估值高股息，以火电板块为例，今年在电价下行、煤价上涨的背景下，业绩受容量电价提升和市场化交易等影响，业绩降幅可控，且此前股价已形成反馈，目前仍可保持 4-5% 的股息率水平，展望未来可迎来业绩与估值的双击，成为红利的优选。其二是红利的深化，即进一步下降对息差或股息率的要求，打开估值端的空间，也将向各类稳健型但此前股息率不够高的资产形成行情扩张。目前市场如期迎来再平衡，我们建议还是要重视红利的演绎节奏，后市或将迎来确定性的优质表现。

■ 煤与煤电、利与红利，关注红利的再深化与再拓展

相关标的：火电：国电电力、宝新能源、华能国际、华电国际；水电：川投能源、国投电力、长江电力；煤炭：陕西煤业、淮北矿业。燃气：九丰能源。

■ 风险提示

煤价波动幅度超预期；绿电装机及消纳情况不及预期；电力体制改革政策出台不及预期。



内容目录

一、水电板块盈利改善，四川推动算电融合.....	4
（一）业绩初窥：水电盈利改善，火电降幅可控.....	4
（二）四川省推进算力网建设，增加算电融合项目新能源配置规模.....	6
二、电力煤炭高频数据跟踪.....	6
三、板块估值及交易情况.....	11
四、风险提示.....	13

图表目录

图表 1： 2026 上半年公用事业板块业绩同比下滑 20.5%	4
图表 2： 2026 上半年绿电板块业绩下滑较大.....	4
图表 3： 2026Q2 单季度归母净利润同比下降 29.34%	4
图表 4： 公用事业板块公司业绩前瞻	5
图表 5： 2026Q2 雅砻江公司度电收入同比上涨 20.6%	6
图表 6： 雅砻江公司与国能大渡河度电净利润	6
图表 7： 《四川省推进算力网建设的若干政策措施（试行）》中算电融合相关政策.....	6
图表 8： 内贸煤价格近期企稳回升	7
图表 9： 北方港口煤炭库存高位回落	7
图表 10： 二十五省电厂日耗边际回落	7
图表 11： 坑口煤价近期明显上涨	8
图表 12： 国内外煤价价差进一步收窄	8
图表 13： 溪洛渡入库流量近期有所下降	8
图表 14： 三峡入库流量自阶段高点回落	8
图表 15： 锦屏一级入库流量维持平稳	9
图表 16： 官地入库流量维持平稳	9
图表 17： 猴子岩入库流量有所回落	9
图表 18： 瀑布沟入库流量有所回落	9
图表 19： 龙滩入库流量近期有所回落	9
图表 20： 水布垭入库流量近期波动较大	9
图表 21： 广东燃煤现货电价近期宽幅波动	10
图表 22： 山西现货市场电价近期震荡运行	10
图表 23： 广东 8 月月度电价回落	10
图表 24： 江苏 8 月月度电价延续修复趋势	10
图表 25： 全国 LNG 出厂价格指数延续回落	11



图表 26: 国内外天然气价格表现分化	11
图表 27: 公用事业板块 PE 近十年分位数 52.32%.....	11
图表 28: 公用事业板块 PB 近十年分位数 40.29%.....	11
图表 29: 煤炭板块 PE 近十年分位数 91.36%.....	12
图表 30: 煤炭板块 PB 近十年分位数 96.53%.....	12
图表 31: 公用事业板块成交量/额占比有所上升	12
图表 32: 煤炭板块成交量/额占比近期有所回落	12
图表 33: 煤炭与公用事业涨幅位居前列	13



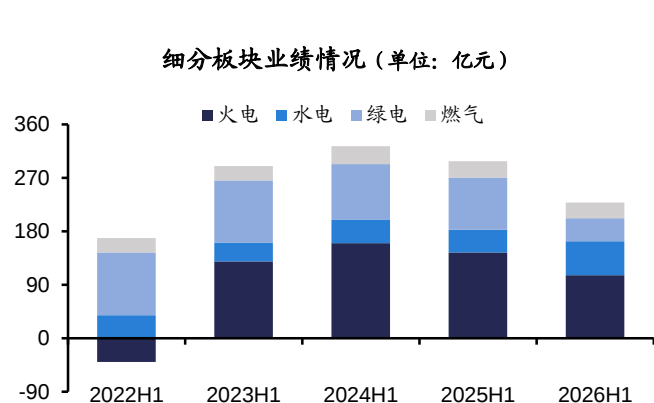
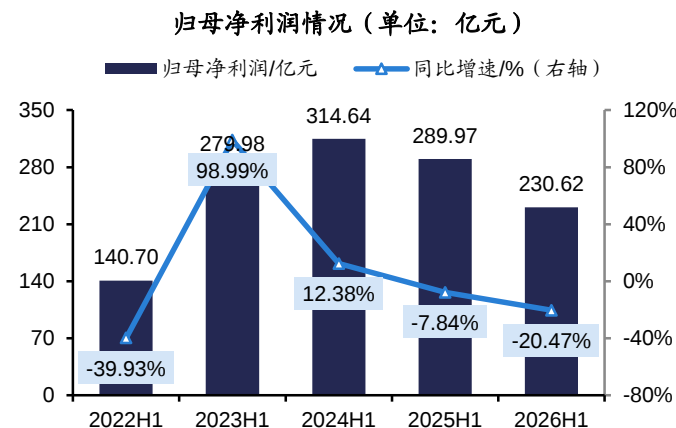
一、水电板块盈利改善，四川推动算电融合

（一）业绩初窥：水电盈利改善，火电降幅可控

我们以截止 2026 年 8 月 15 日已披露 2026 年中期报告、业绩快报或业绩预告的 38 家公司为样本，2026 上半年公用事业板块归母净利润为 230.62 亿元（同比-20.47%），其中火电 105.94 亿元（同比-26.60%）、水电 57.03 亿元（同比+48.81%）、绿电 38.71 亿元（同比-55.95%）、燃气 26.85 亿元（同比-1.87%）。单季度数据来看，2026Q2 公用事业板块（仅 29 家 A 股口径）单季度归母净利润 73 亿元，同比下滑 16.51%，主要受到电力现货市场替代比例持续提升导致的价格波动、煤价持续上涨给火电带来的成本压力同比上升等因素影响。

图表1：2026 上半年公用事业板块业绩同比下滑 20.5%

图表2：2026 上半年绿电板块业绩下滑较大



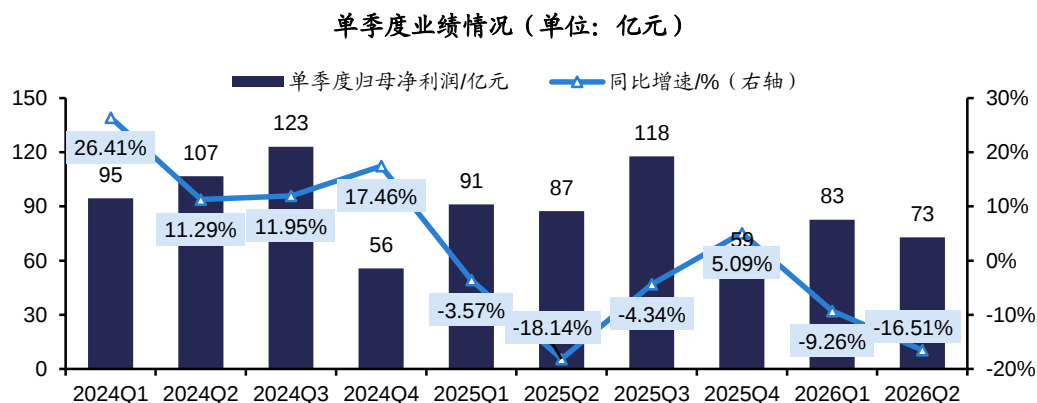
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

备注：统计数据截止 2026 年 8 月 15 日已披露中报或业绩预告的 38 家公司

备注：统计数据截止 2026 年 8 月 15 日已披露中报或业绩预告的 38 家公司

图表3：2026Q2 单季度归母净利润同比下降 16.5%



来源：iFind，国金证券研究所

备注：统计数据截止 2026 年 8 月 15 日已披露中报或业绩预告公司

个股来看，水电板块，剔除电投水电由于资产注入带来的利润增长，水电板块上半年归母净利润同比增长 2.9%，桂冠电力、黔源电力来水较好二季度归母净利润同比高增，川投能源在雅砻江发电量大幅下滑的情况下，单季度归母净利润仅小幅下滑 10.7%，雅砻江度电收入及利润实现双位数增长，当前汛期来水已在低基数下显著改善，下半年发电量有望实现高增长。火电板块，全国性发电企业业绩尚未发布，浙能电力、粤电力等部分区域性发电企业二季度由于长协煤覆盖度有限，利润下滑明显，但预计火电利润降幅整体可控，业绩最大压力或已过去。绿电板块受市场化电价下行及消纳影响，板块仍在承压，多数公司



二季度业绩压力较大，但部分公司补贴回款速度提升，现金流情况改善。燃气板块中九丰能源归母净利润增速明显回升，二季度同比增长 45.4%。

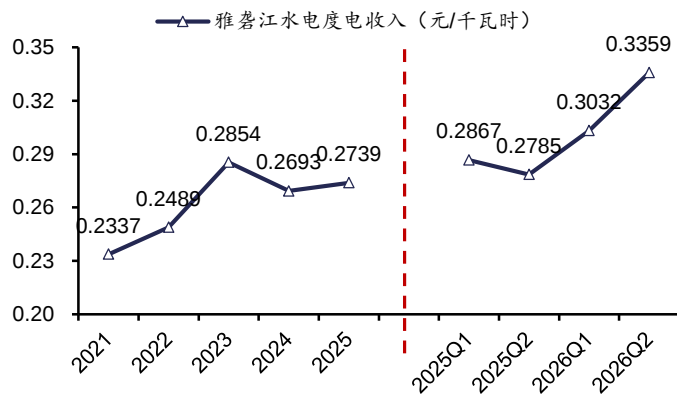
图表4：公用事业板块公司业绩前瞻

公司	板块	2025Q1	2025Q2	2026Q1	2026Q2	Q1 同比	Q2 同比
浙能电力	火电	10.74	24.37	9.47	5.63	-11.8%	-76.9%
粤电力 A	火电	-3.83	4.15	-1.52	-3.87	减亏	转亏
长源电力	火电	-0.74	1.68	1.05	0.77	转盈	-54.1%
华银电力	火电	0.76	1.31	1.38	-0.88	82.9%	转亏
天富能源	火电	1.81	1.23	1.75	1.26	-3.0%	2.4%
电投水电	水电	1.47	-1.31	3.93	7.97	168.0%	转盈
川投能源	水电	14.79	9.82	14.53	8.77	-1.8%	-10.7%
桂冠电力	水电	5.43	6.44	8.59	9.00	58.1%	39.6%
甘肃能源	水电	4.80	3.45	4.87	3.52	1.6%	2.1%
黔源电力	水电	0.52	0.75	0.89	1.48	72.1%	96.9%
湖南发展	水电	0.04	0.37	0.13	1.73	208.2%	372.5%
三峡能源	绿电	24.47	13.68	10.40	1.30	-57.5%	-90.5%
广西能源	绿电	-2.09	1.38	-0.34	1.54	减亏	12.2%
浙江新能	绿电	0.84	2.08	0.28	1.39	-66.2%	-33.3%
晶科科技	绿电	-0.35	1.58	-1.29	-0.83	增亏	转亏
金开新能	绿电	1.20	3.19	-0.19	0.81	转亏	-74.6%
江苏新能	绿电	1.64	1.18	1.09	0.24	-33.1%	-80.1%
电投产融	核电	11.14	-6.55	11.17	6.58	0.3%	转盈
九丰能源	燃气	5.06	3.55	4.34	5.16	-14.2%	45.4%
深圳燃气	燃气	2.33	4.05	2.67	5.11	14.6%	26.3%
佛燃能源	燃气	0.81	2.29	0.83	2.47	2.1%	8.1%
胜通能源	燃气	0.30	0.01	-0.08	-0.01	转亏	转亏
新天然气	燃气	3.77	2.44	1.45	2.41	-61.5%	-1.5%
成都燃气	燃气	1.79	0.97	1.67	0.84	-6.9%	-13.6%
南网储能	其他	3.74	4.58	4.54	7.13	21.3%	55.6%
三峡水利	其他	-0.04	0.52	0.32	3.48	转盈	565.3%
乐山电力	其他	-0.01	0.09	-0.02	0.09	增亏	-5.0%
明星电力	其他	0.73	0.01	0.73	-0.20	0.2%	转亏
西昌电力	其他	0.01	0.02	0.03	0.03	129.7%	79.6%

来源：iFinD，国金证券研究所



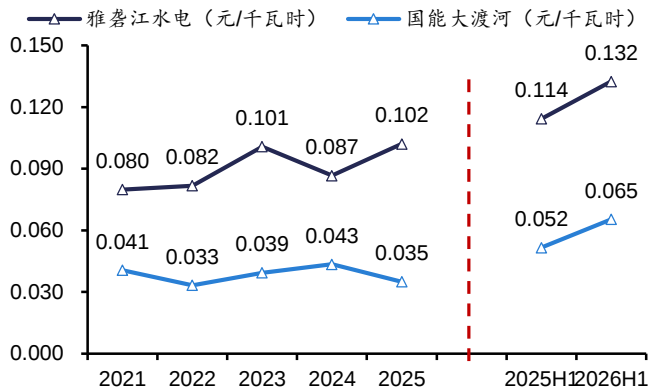
图表5：2026Q2 雅砻江公司度电收入同比上涨 20.6%



来源：公司公告，国投电力公告，国金证券研究所

备注：雅砻江季度度电收入计算用水电发电量代替

图表6：雅砻江公司与国能大渡河度电净利润



来源：公司公告，国投电力公告，国电电力公告，国金证券研究所

备注：雅砻江及大渡河半年度度电利润计算用水电发电量代替

(二) 四川省推进算力网建设，增加算电融合项目新能源配置规模

本周四川发改委发布《四川省推进算力网建设的若干政策措施（试行）》：(1) 提出鼓励整合攀西—川西北水风光储资源，在甘孜新都桥、阿坝红原、凉山盐源等地布局零碳算力园区；(2) 支持凉山、甘孜、阿坝、攀枝花统筹布局源网荷储一体化大型算力设施，形成区域性算电融合发展带，鼓励带动算电融合投资；(3) 算电融合项目和算力园区采用绿电直连模式时，执行国家政策20%余电上网比例；(4) 按直供新能源配置规模的2倍给予算电融合项目运营企业额外新能源配置规模，但明确运营企业仅限一个投资主体（项目绿电运营方与算力运营方共同出资设立一个项目公司，由该公司统一承担项目申报、建设及运营责任），强化统一开发、统一运营和资源集中配置。

图表7：《四川省推进算力网建设的若干政策措施（试行）》中算电融合相关政策

政策方向	具体内容
建设零碳算力园区	整合攀西、川西北水风光储资源，在甘孜新都桥、阿坝红原、凉山盐源等地布局零碳算力园区
打造算电融合发展带	支持凉山、甘孜、阿坝、攀枝花统筹布局源网荷储一体化大型算力设施，形成区域性算电融合发展带
放宽绿电直连余电上网比例	算电融合项目和算力园区采用绿电直连模式时，余电上网比例可放宽至20%；支持多用户绿电直连
增加新能源配置规模	按直供新能源配置规模的2倍，给予算电融合项目运营企业额外新能源配置规模；运营企业限定为一个投资主体

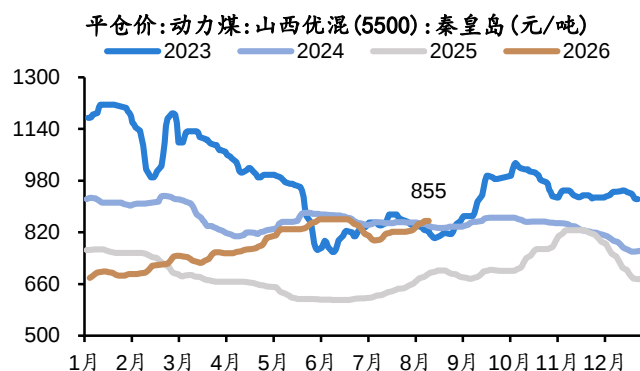
来源：四川省发改委，国金证券研究所

二、电力煤炭高频数据跟踪

现货煤价年初以来整体抬升，6月中旬冲高后有所回落，7月以来逐步企稳回升，近期价格呈现上升态势。截止8月14日秦皇岛港5500大卡现货煤价为855元/吨，同比上涨163元/吨（幅度+23.6%），周环比上涨11元/吨（幅度+1.3%）。3月以来伴随供暖季结束、气温回升，电厂日耗维持季节性低位，受水文改善影响，本周二十五省电厂日耗边际回落，截止8月13日为596万吨，同比-15万吨，周环比-7.3%。综合影响下，近期港口煤炭库存自前期高位有所回落，截止8月10日，北方港口库存为3611.1万吨，同比+469.1万吨（幅度+15.9%），周环比-153.4万吨（幅度-4.1%）。

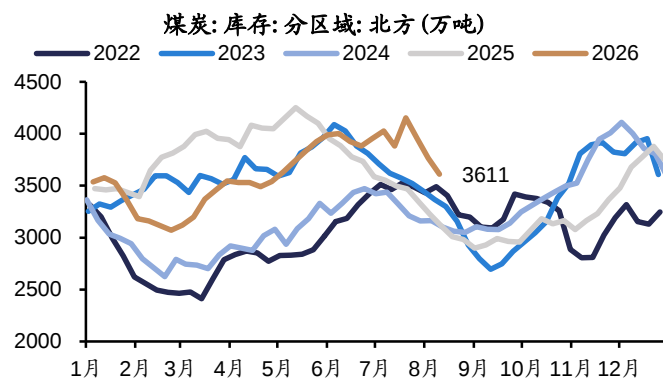


图表8：内贸煤价格近期企稳回升



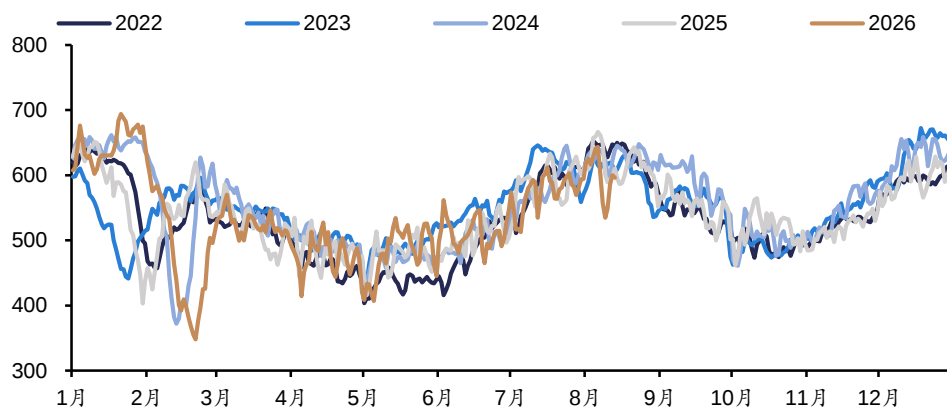
来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

图表9：北方港口煤炭库存高位回落



来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

图表10：二十五省电厂日耗边际回落

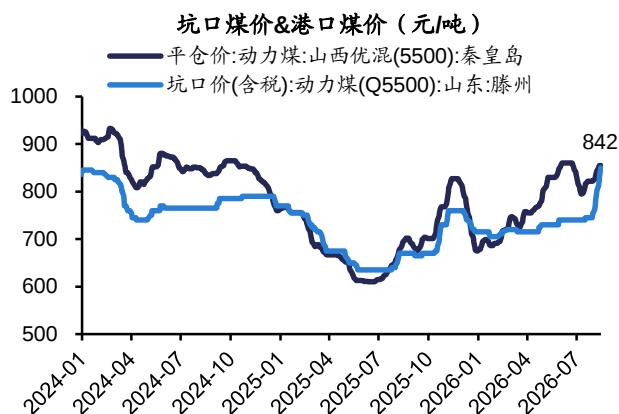


来源：CCTD，国金证券研究所

近期坑口煤价小幅回升，国内外煤价整体高位回落，进口煤价格优势仍不明显。山东滕州5500大卡坑口煤价自7月末以来明显上涨，截止8月14日为850元/吨，低于秦皇岛港口价格5元/吨，上年同期价差为22元/吨，价差周环比缩小17元/吨。海外煤价方面，近期海外煤价整体有所回升，价格优势仍不明显，截止8月14日山西优混动力煤5500大卡库提价为915.00元/吨，同比+155元/吨（幅度+20.4%），周环比+5元/吨（幅度+1.1%）；澳煤5500大卡库提价为936.92元/吨，同比+172.09元/吨（幅度+22.5%），周环比+13.98元/吨（幅度+1.5%）；印尼煤5500大卡库提价为931.58元/吨，同比+207.72元/吨（幅度+28.7%），周环比+7.9元/吨（幅度+0.9%）。

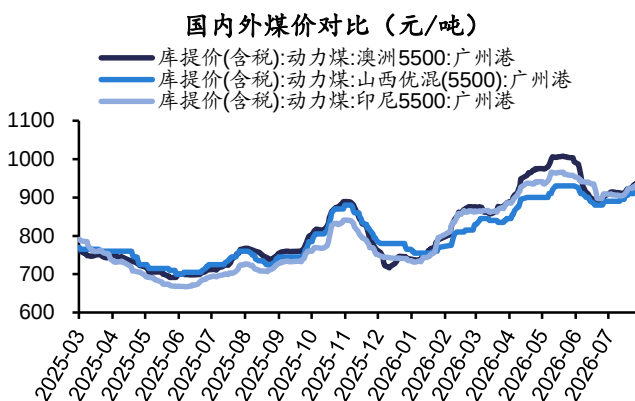


图表11: 坑口煤价近期明显上涨



来源: 中国煤炭市场网, 国金证券研究所

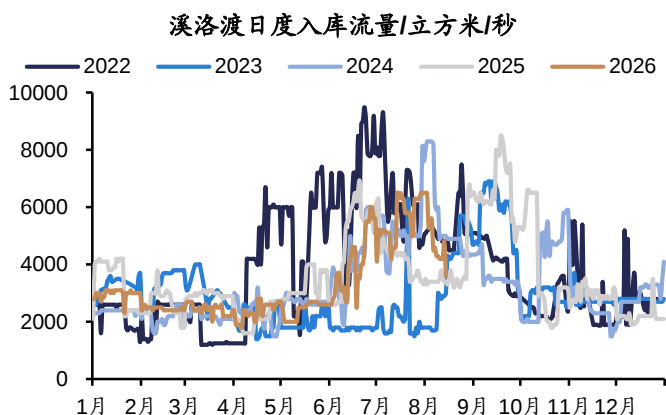
图表12: 国内外煤价价差进一步收窄



来源: 中国煤炭市场网, 国金证券研究所

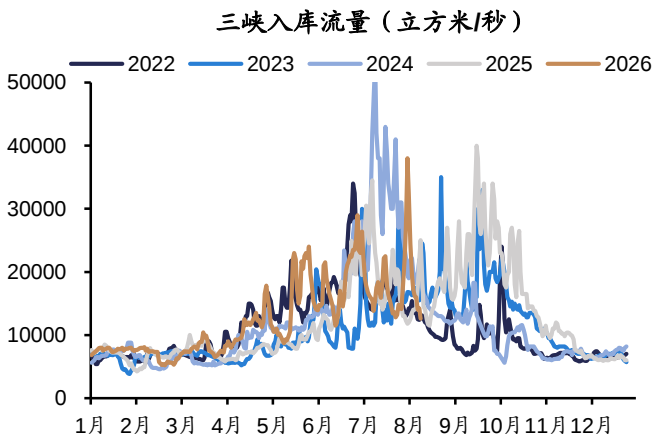
2026 年进入主汛期后水文条件明显改善, 在去年同期来水偏枯的低基数下, 水电发电量有望增长。根据各省水文网站数据, 8 月 14 日金沙江下游溪洛渡电站入库流量为 3600 立方米/秒, 同比+5.9%、周环比-21.7%; 长江上游三峡电站来水自前期高位有所回落, 8 月 13 日三峡电站入库流量为 12600 立方米/秒, 同比-49.6%、周环比-48.6%。雅砻江入汛后来水快速抬升, 锦屏一级电站 8 月 13 日入库流量为 1770 立方米/秒, 同比+49.8%、周环比+11.3%; 官地电站 8 月 14 日入库流量为 1600 立方米/秒, 同比+20.6%、周环比-13.5%。大渡河来水表现有所分化, 猴子岩电站 8 月 14 日入库流量为 593 立方米/秒, 同比-38.1%、周环比-34.3%; 瀑布沟电站来水较前期明显回落, 8 月 14 日为 1500 立方米/秒, 同比-9.2%、周环比-6.3%。红水河龙滩电站来水近期有所回落, 最新 8 月 14 日为 2352 立方米/秒, 同比-25.3%、周环比-6.0%。清江水布垭电站近期来水波动较大, 8 月初明显抬升后有所回落, 最新 8 月 14 日入库流量为 334 立方米/秒, 同比-67.3%、周环比-34.2%。

图表13: 溪洛渡入库流量近期有所下降



来源: iFinD, 国金证券研究所

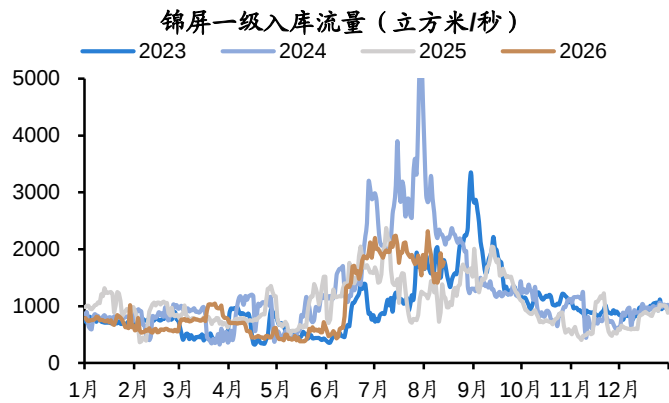
图表14: 三峡入库流量自阶段高点回落



来源: iFinD, 国金证券研究所

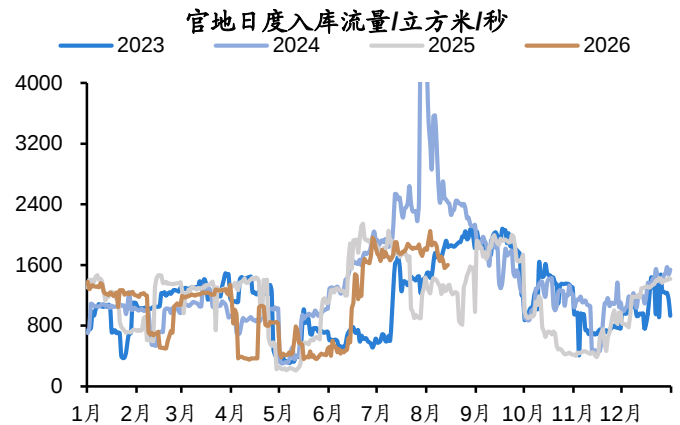


图表15: 锦屏一级入库流量维持平稳



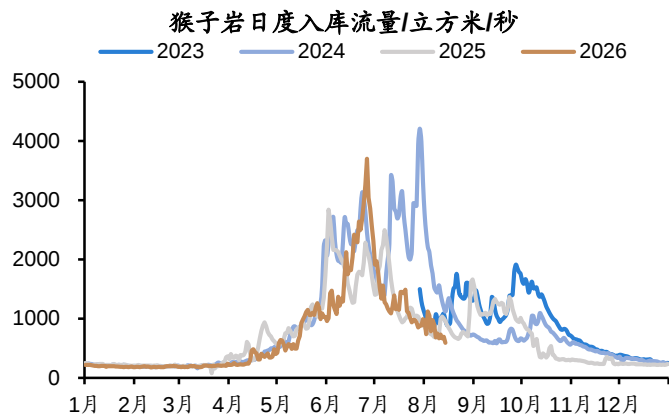
来源: 四川省水文水资源勘测中心, 国金证券研究所

图表16: 官地入库流量维持平稳



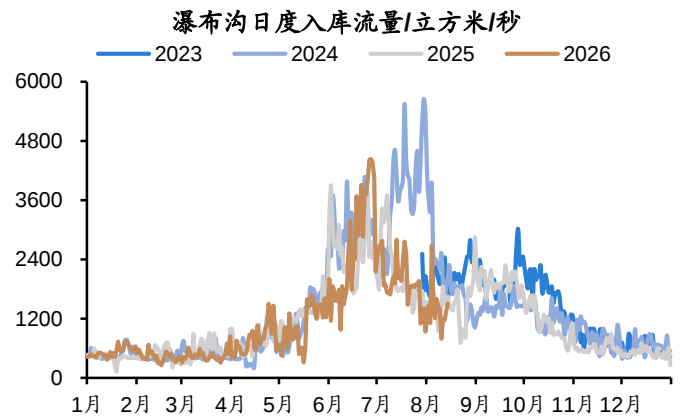
来源: 四川省水文水资源勘测中心, 国金证券研究所

图表17: 猴子岩入库流量有所回落



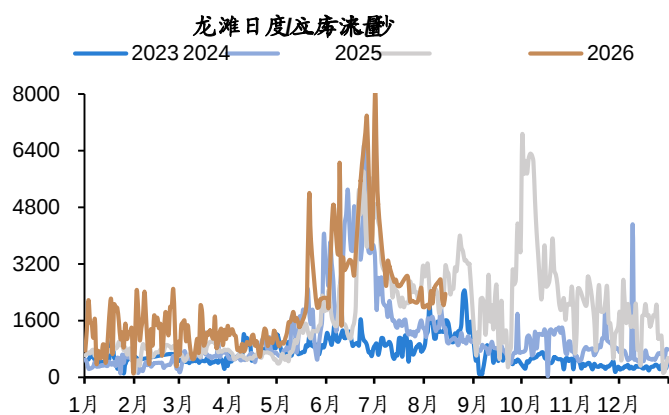
来源: 四川省水文水资源勘测中心, 国金证券研究所

图表18: 瀑布沟入库流量有所回落



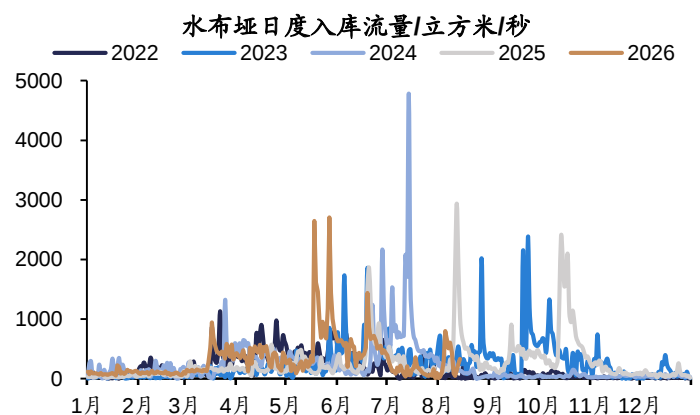
来源: 四川省水文水资源勘测中心, 国金证券研究所

图表19: 龙滩入库流量近期有所回落



来源: 贵州省南北盘江红水河航道管理局, 国金证券研究所

图表20: 水布垭入库流量近期波动较大



来源: 湖北省水文水资源中心, 国金证券研究所

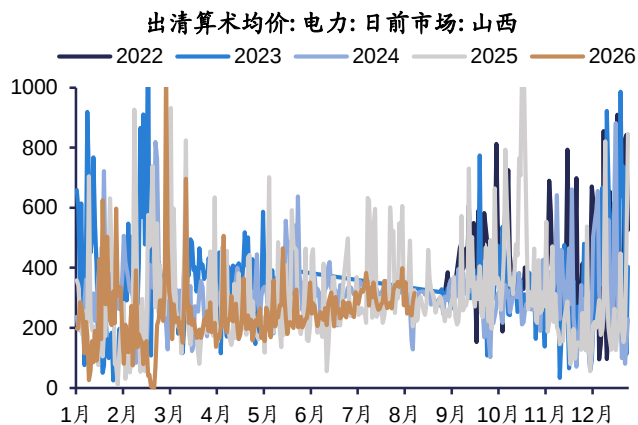
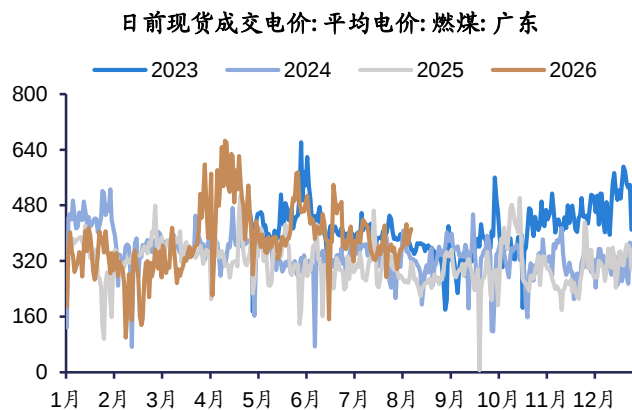
年初至今多省现货电价整体较前期低位有所回升, 但近期波动有所加大: 广东作为用电负荷中心之一, 受需求修复及煤价上行等因素支撑, 燃煤现货电价冲高后有所回落, 近期整体宽幅波动, 截止8月11日燃煤电价412.15元/兆瓦时, 同比+95.45元/兆瓦时(幅度



+30.1%); 山西日前市场电价近期整体震荡运行, 7 月末至 8 月初所有下降后小幅回升, 截止 8 月 12 日日前市场出清算算术均价 315.75 元/兆瓦时, 同比-9.37 元/兆瓦时(幅度+2.9%)。月度电价方面, 广东市场化交易 8 月成交均价为 410 元/兆瓦时, 同比+37 元/兆瓦时; 江苏市场化交易 7 月成交均价为 363 元/兆瓦时, 自 2 月低点以来逐月回升。

图表21: 广东燃煤现货电价近期宽幅波动

图表22: 山西现货市场电价近期震荡运行

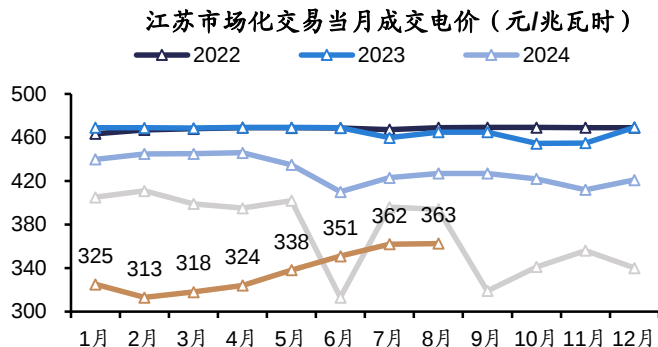
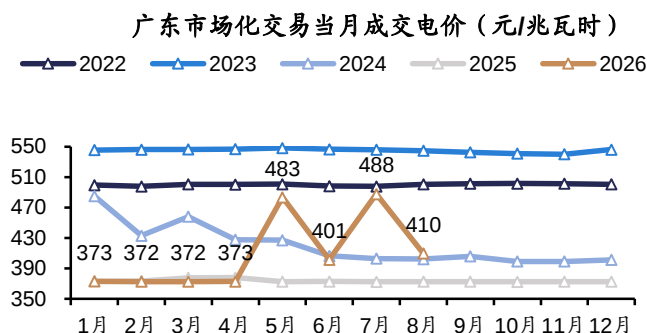


来源: 广东电力交易中心, 国金证券研究所

来源: 山西电力交易中心, 国金证券研究所

图表23: 广东 8 月月度电价回落

图表24: 江苏 8 月月度电价延续修复趋势



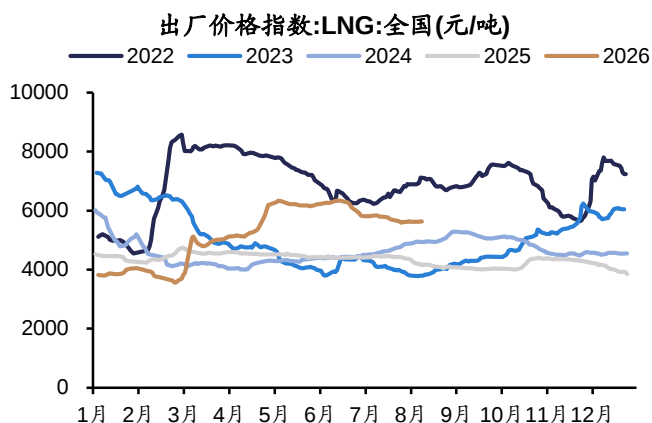
来源: 广东电力交易中心, 国金证券研究所

来源: 江苏电力交易中心, 国金证券研究所

海外气价整体有所回落, 国内 LNG 现货价格小幅上涨。2022 年俄乌冲突爆发后, 欧洲天然气供应链持续受扰, TTF 气价一度飙升至历史高位, 全球气价共振上行。LNG 价格亦同步抬升。进入 2026 年后, 中东地缘风险阶段性加剧, 霍尔木兹海峡通行风险扰动, 进一步扰动全球油气运输与供需预期, 推动国际天然气价格波动加大。本周来看, 欧洲 TTF 和美国 NYMEX 气价均有所上涨, 国内 LNG 价格周环比基本持平。截止 8 月 13 日欧洲 TTF 现货价格为 60.56 欧元/兆瓦时, 同比+87.4%, 周环比+3.9%; 截止 8 月 14 日美国 NYMEX 天然气期货价格为 2.72 美元/百万英热, 同比-7.1%, 周环比-1.7%; 截止 8 月 14 日中国 LNG 现货价格为 5408 元/吨, 同比+33.9%, 周环比基本持平。

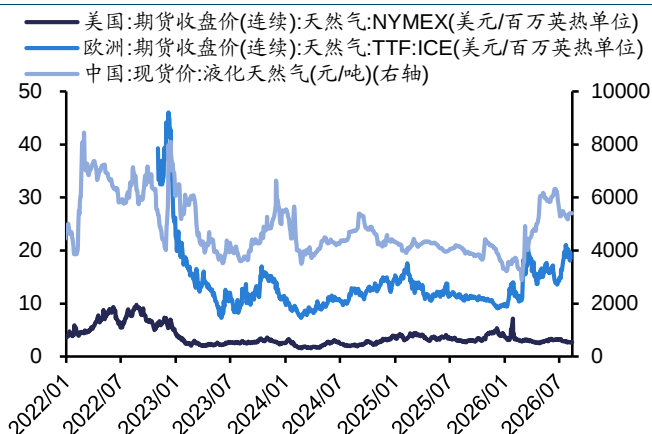


图表25：全国LNG出厂价格指数延续回落



来源：上海石油天然气交易中心，国金证券研究所

图表26：国内外天然气价格表现分化



来源：CME，ICE，国金证券研究所

三、板块估值及交易情况

估值水平上，公用事业板块市盈率（剔除负值）为 19.25，近十年估值分位数为 52.32%，煤炭板块市盈率（剔除负值）为 18.26，近十年估值分位数为 91.36%；公用事业板块市净率为 1.73，近十年估值分位数为 40.29%，煤炭板块市净率为 1.72，近十年估值分位数为 96.53%。在交易量上，2026 年 2 月在算电融合催化下，公用事业板块成交占比一度明显抬升，5 月中旬至 6 月初再度走高，7 月下旬短期快速回升后近期有所回落，8 月 14 日公用事业板块成交量占比 6.91%，成交额占比 2.66%，成交额在过去 2 年 29%分位；煤炭板块来看，成交活跃度亦自 6 月初高位回落，7 月下旬短期回升后近期呈现波动态势，8 月 14 日成交量占比 1.00%、成交额占比 0.51%，成交额在过去 2 年 18%分位。年初至今 SW 一级行业中，煤炭、公用事业板块分别上涨 18.89%、2.25%，分别位列第三、第七名。

图表27：公用事业板块 PE 近十年分位数 52.32%



来源：iFind，国金证券研究所

图表28：公用事业板块 PB 近十年分位数 40.29%



来源：iFind，国金证券研究所



图表29: 煤炭板块 PE 近十年分位数 91.36%



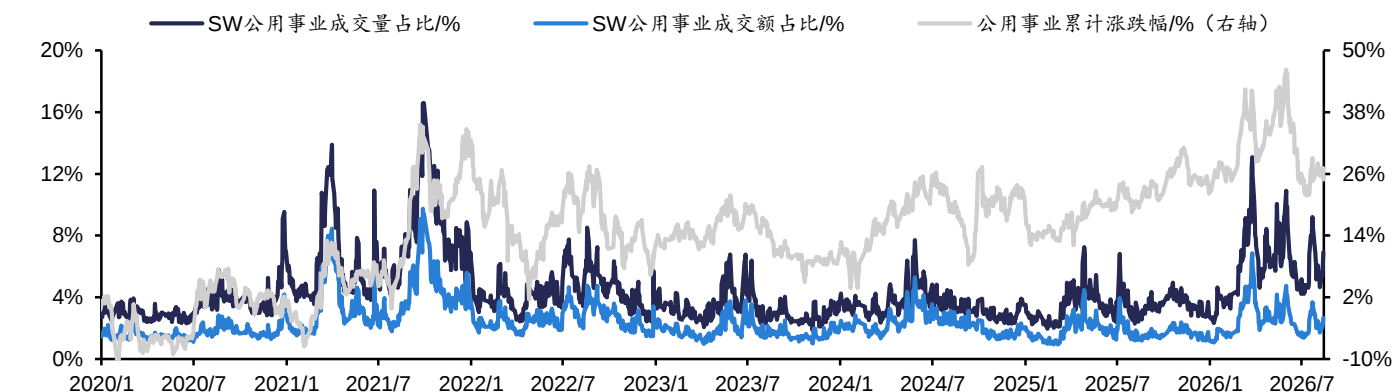
来源: iFind, 国金证券研究所

图表30: 煤炭板块 PB 近十年分位数 96.53%



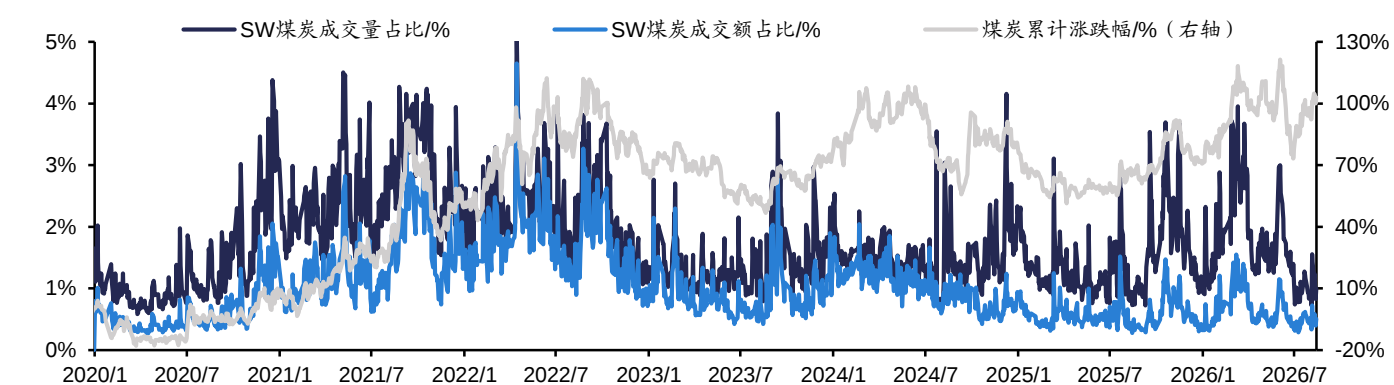
来源: iFind, 国金证券研究所

图表31: 公用事业板块成交量/额占比有所上升



来源: iFind, 国金证券研究所

图表32: 煤炭板块成交量/额占比近期有所回落

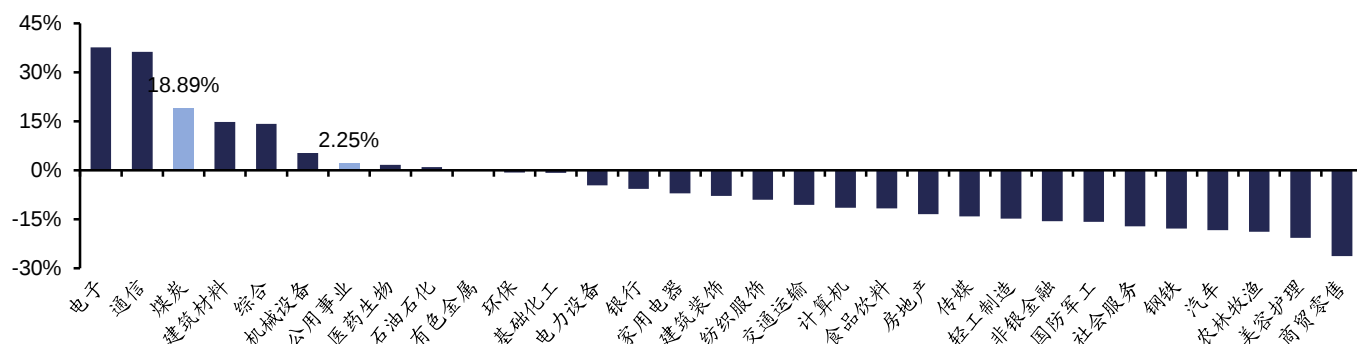


来源: iFind, 国金证券研究所



图表33：煤炭与公用事业涨幅位居前列

2026年初至今板块涨跌幅



来源：iFind，国金证券研究所

四、风险提示

煤价波动幅度超预期：若进口煤价格、国际能源价格扰动导致煤价超预期上涨，火电度电燃料成本可能重新抬升，压缩电量端和容量电价带来的盈利改善空间，并影响火电自由现金流转正、资产负债率下降及分红能力提升的持续性。

绿电装机及消纳情况不及预期：新能源全面入市后，绿电盈利对利用小时、市场化交易电价和消纳水平更加敏感。若风光装机继续高增但电网外送、调节电源及负荷增长不及预期，弃风弃光率可能抬升，大发时段电价折价扩大，导致绿电电量增长难以转化为收入和利润增长。

电力体制改革政策出台不及预期：若电力市场化改革推进节奏慢于预期，或机制电价、容量补偿、辅助服务收益、系统运行费用分摊等细则落地不及预期，相关资产盈利稳定性和现金流改善可能弱于判断，影响公用事业化重估逻辑兑现。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

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

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究