



公用事业及环保产业行业研究

买入（维持评级）

行业周报
证券研究报告

消费策略组

分析师：唐执敬（执业 S1130525020002）

tangzhijing@gjzq.com.cn

连绵秋雨影响煤炭生产，华西秋汛电量同比高增

行情回顾：

- 本周（10.13-10.17）上证综指下跌 1.47%，创业板指下跌 5.71%。煤炭板块上涨 5.66%，公用事业板块上涨 0.05%，环保板块下跌 0.97%，碳中和板块下跌 3.14%。

每周专题：

- 火电：（1）煤价：主产地连续异常秋雨、安全环保常态化监察和超产核查约束供应端增量，10 月虽为传统淡季，但近 2 年在供需总体偏紧的背景下，贸易商倾向于提前博弈冬储补库需求，供应受限而下游需求试访，国庆节后煤价加速上涨，后续需关注秋雨结束后生产端恢复情况和产地超产核查执行力度。（2）电量：迎峰度冬旺季即将开启，NOAA 预测 10-12 月拉尼娜发生概率高达 71%，25/26 冷冬预期偏强。宏观经济复苏但中美贸易冲突不确定性仍然存在，不过去年暖冬导致基数较低，未来 3 个月电量增速偏乐观。（3）电价：25 年年度长协电价已锁定，叠加容量电价机制托底，电价有望维持稳定；未来 3 个月重点关注 26 年年度电价签约情况。
- 水电：（1）电价：25 年中长期电力交易结果已落地，电价同比下降致使收入略承压。（2）新机组：25 年上市水电企业新增装机主要关注大渡河流域，8 月硬梁包水电站已全面投产。（3）来水：华西秋雨持续影响，长江上游来水集中，9 月三峡、溪洛渡入库流量同比大幅增长 80%+。10 月 1 日至 8 日，长江干流六座水电站累计发电约 103 亿千瓦时，创历史同期新高。

行业要闻：

- 10 月 15 日，魏桥集团与国网山东电力在济南会面，宣布魏桥结束长达二十余年的“自备电厂孤网”运行，正式并入国家电网。此前，魏桥凭借自备电厂和自建电网维持低电价成本优势，但也引发争议。此次并网被视为在“双碳”目标和新电改背景下，企业从封闭走向协同、推动绿色转型的关键一步。
- 10 月 16 日，甘肃电投常乐电厂 6 号机组顺利完成 168 小时试运行，标志着该厂 6 台 100 万千瓦燃煤机组全部投产。项目总装机达 600 万千瓦，成为全国总装机容量最大的百万千瓦级火电厂，总投资 205 亿元。年发电量可达 330 亿千瓦时，将显著增强河西地区新能源外送调峰能力，保障“西电东送”战略实施。
- 国家发改委印发《节能降碳中央预算内投资专项管理办法》，明确支持重点行业节能降碳、煤炭清洁替代、循环经济及低碳零碳负碳示范等项目。绿色甲醇和可持续航空燃料生产被列入示范项目支持范围。多数项目支持比例为核定总投资的 20%，基础能力建设项目对地方支持比例最高达 80%。

投资建议：

- 火电板块：我们建议关注发电资产主要布局在电力供需偏紧、发电侧竞争格局较好地区的火电企业，如皖能电力、华电国际。水电：建议关注水电运营商龙头长江电力。新能源发电：建议关注新能源龙头龙源电力（H）。核电：建议关注电价市场化占比提升背景下，核电龙头企业中国核电。

风险提示：

- 电力板块：新增装机容量不及预期；下游需求景气度不高、用电需求降低导致利用小时数不及预期；电力市场化进度不及预期；煤价维持高位影响火电企业盈利；补贴退坡影响新能源发电企业盈利等。
- 环保板块：环境治理政策释放不及预期等。



内容目录

1. 行情回顾.....	4
2. 行业景气度.....	6
3. 行业数据跟踪.....	7
3.1 煤炭价格跟踪.....	7
3.2 天然气价格跟踪.....	9
3.3 碳市场跟踪.....	10
4. 行业要闻.....	11
5. 上市公司动态.....	11
6. 投资建议.....	13
7. 风险提示.....	13

图表目录

图表 1: 本周板块涨跌幅	4
图表 2: 本周环保行业细分板块涨跌幅	4
图表 3: 本周公用行业细分板块涨跌幅	4
图表 4: 本周公用行业涨幅前五个股	5
图表 5: 本周公用行业跌幅前五个股	5
图表 6: 本周环保行业涨幅前五个股	5
图表 7: 本周环保行业跌幅前五个股	5
图表 8: 本周煤炭行业涨幅前五个股	5
图表 9: 本周煤炭行业跌幅前五个股	5
图表 10: 碳中和上、中、下游板块 PE 估值情况	6
图表 11: 碳中和上、中、下游板块风险溢价情况	6
图表 12: 欧洲 ARA 港、纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价	8
图表 13: 广州港印尼煤库提价: Q5500	8
图表 14: 山东滕州动力煤坑口价、秦皇岛动力煤坑口价: Q5500	9
图表 15: 北方港煤炭合计库存 (万吨)	9
图表 16: ICE 英国天然气价.....	10
图表 17: 美国 Henry Hub 天然气价	10
图表 18: 欧洲 TTF 天然气价	10
图表 19: 国内 LNG 到岸价	10



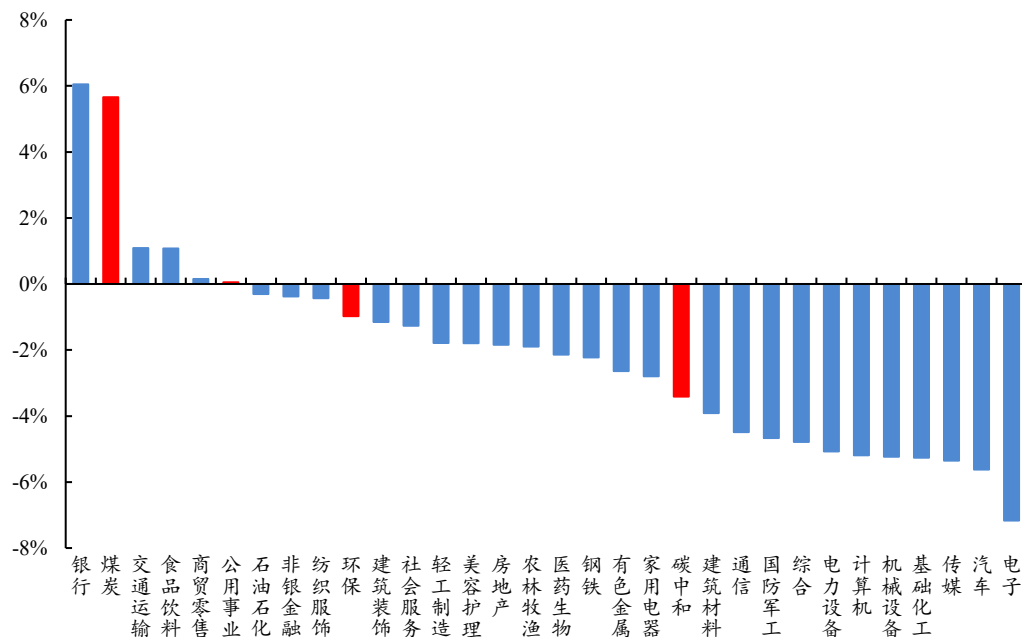
图表 20: 全国碳交易市场交易情况 (元/吨)	11
图表 21: 分地区碳交易市场交易情况	11
图表 22: 上市公司股权质押公告	11
图表 23: 上市公司大股东增减持公告	12
图表 24: 上市公司未来 3 月限售股解禁公告	12



1. 行情回顾

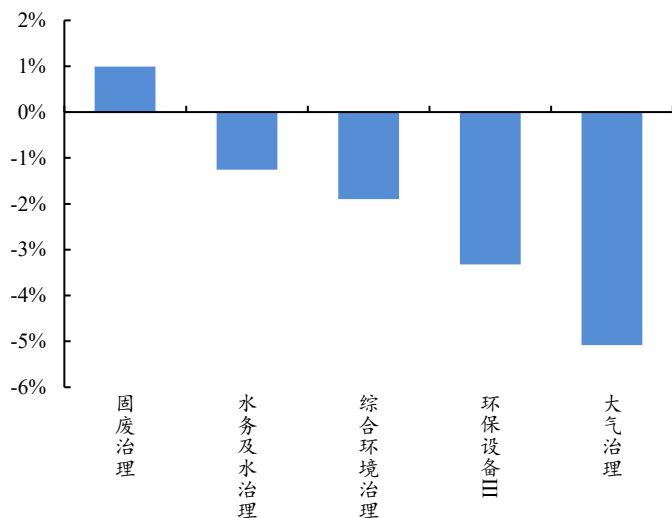
- 本周（10.13-10.17）上证综指下跌 1.47%，创业板指下跌 5.71%。煤炭板块上涨 5.66%，公用事业板块上涨 0.05%，环保板块下跌 0.97%，碳中和板块下跌 3.14%。从公用事业子板块涨跌幅情况来看，各板块有涨有跌，跌幅普遍大于涨幅：核力发电上涨 1.91%，涨幅最大。水力发电上涨 1.80%，燃气 III 上涨 0.09%。其他能源发电下跌 14.96%，跌幅最大。火力发电下跌 0.31%，电能综合服务下跌 2.15%，风力发电下跌 2.18%，热力服务下跌 3.98%，光伏发电下跌 4.41%。从环保子板块涨跌幅情况来看，各板块表现如下：固废治理上涨 0.99%，涨幅最大。大气治理下跌 5.08%，跌幅最大，水务及水治理下跌 1.26%，综合环境治理下跌 1.90%，环保设备 III 下跌 3.32%。

图表1：本周板块涨跌幅

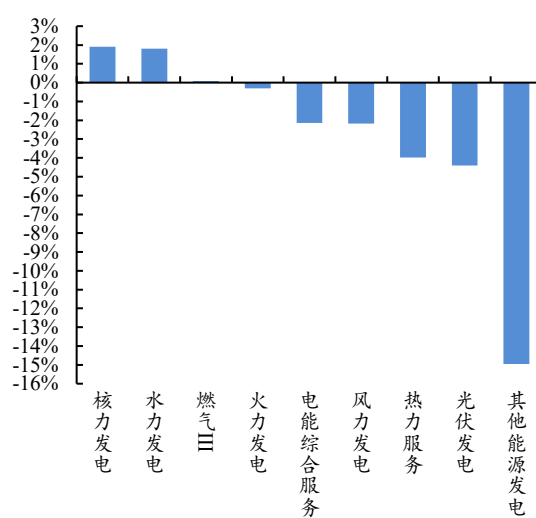


来源：iFind，国金证券研究所

图表2：本周环保行业细分板块涨跌幅



图表3：本周公用行业细分板块涨跌幅



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

- 公用事业涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——国新能源、建投能源、长春燃气、梅雁吉祥、穗恒运 A；跌幅前五个股——嘉泽新能、长青集团、大众公用、天富能源、露笑

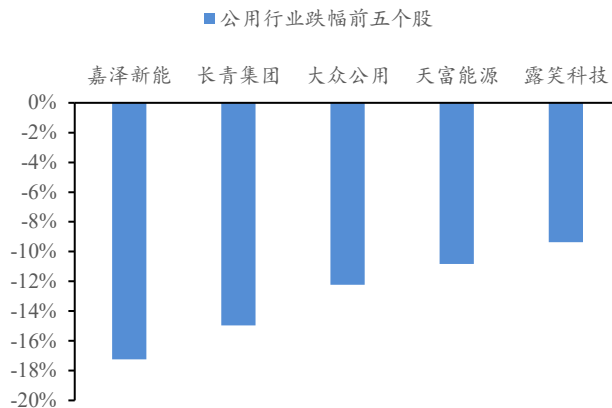
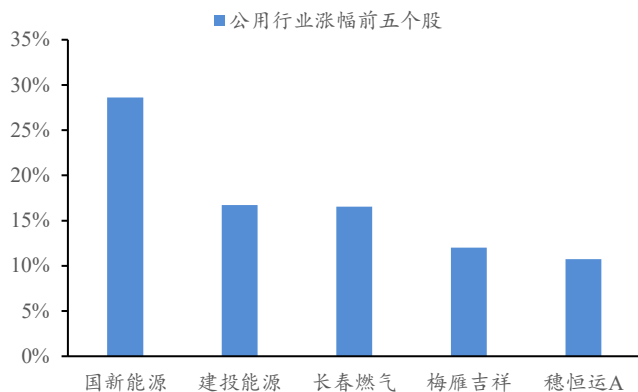


科技。

- 环保涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——惠城环保、中持股份、通源环境、万邦达、海天股份；跌幅前五个股——中环环保、复洁环保、中山公用、久吾高科、玉禾田。
- 煤炭涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——大有能源、安泰集团、宝泰隆、郑州煤电、中煤能源；跌幅前五个股——金能科技、永泰能源、美锦能源、山西焦煤、华阳股份。

图表4：本周公用行业涨幅前五个股

图表5：本周公用行业跌幅前五个股

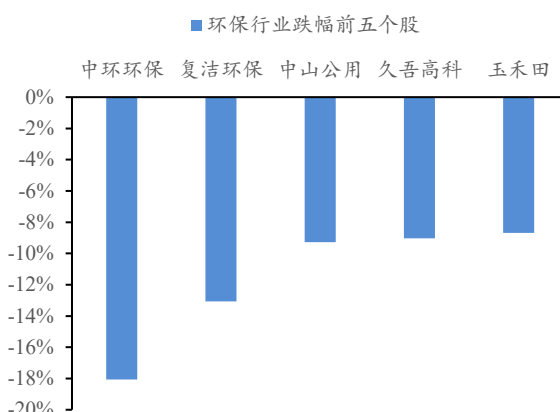
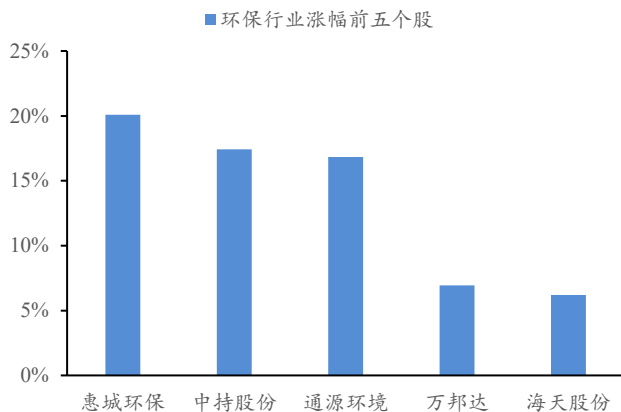


来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

图表6：本周环保行业涨幅前五个股

图表7：本周环保行业跌幅前五个股

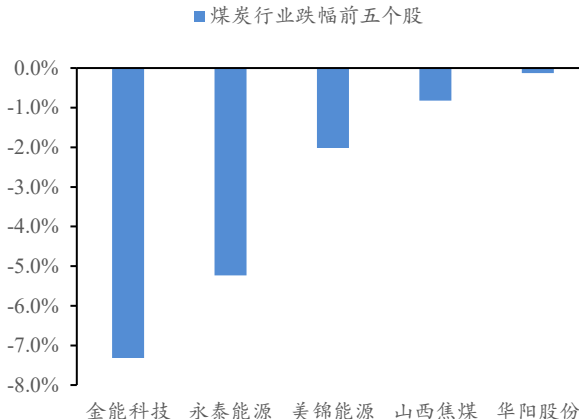
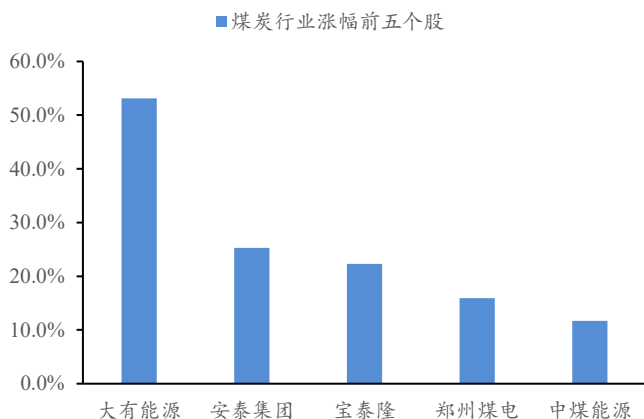


来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

图表8：本周煤炭行业涨幅前五个股

图表9：本周煤炭行业跌幅前五个股



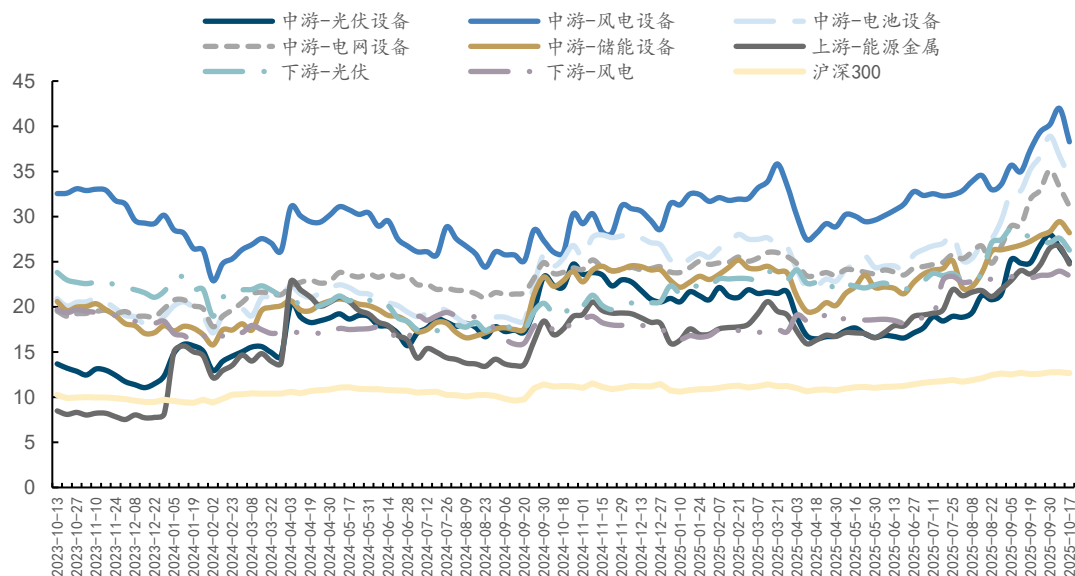
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所



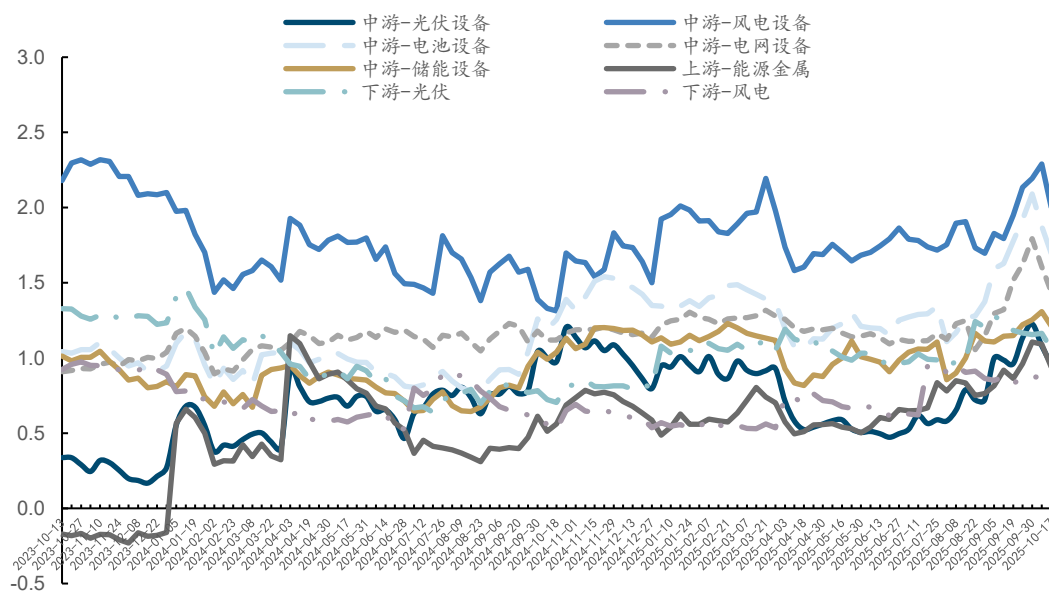
- 碳中和上、中、下游板块 PE 估值情况：截至 2025 年 10 月 17 日，沪深 300 估值为 12.65 倍（TTM 整体法，剔除负值），中游-光伏设备、中游-风电设备、中游-电池设备、中游-电网设备、中游-储能设备板块 PE 估值分别为 24.99、38.27、34.38、31.13、28.20，上游能源金属板块 PE 估值为 24.74，下游光伏运营板块、风电运营板块 PE 估值分别为 26.28、23.45；对应沪深 300 的估值溢价率分别为 0.96、2.00、1.70、1.44、1.21、0.94、1.06、0.84。

图表10：碳中和上、中、下游板块 PE 估值情况



来源：iFind，国金证券研究所

图表11：碳中和上、中、下游板块风险溢价情况



来源：iFind，国金证券研究所。注：风险溢价=板块 PE 估值/沪深 300 指数-1

2. 行业景气度

火电：下行趋缓。（1）煤价：主产地连续异常秋雨、安全环保常态化监察和超产核查约束供应端增量，10 月虽为传统淡季，但近 2 年在供需总体偏紧的背景下，贸易商倾向于提前博弈冬储补库需求，供应受限而下游需求试访，国庆节后煤价加速上涨，后续需关注



秋雨结束后生产端恢复情况和产地超产核查执行力度。(2) 电量：迎峰度冬旺季即将开启，NOAA 预测 10-12 月拉尼娜发生概率高达 71%，25/26 冷冬预期偏强。宏观经济复苏但中美贸易冲突不确定性仍然存在，不过去年暖冬导致基数较低，未来 3 个月电量增速偏乐观。(3) 电价：25 年年度长协电价已锁定，叠加容量电价机制托底，电价有望维持稳定；未来 3 个月重点关注 26 年年度电价签约情况。

水电：下行趋缓。(1) 电价：25 年中长期电力交易结果已落地，电价同比下降致使收入略承压。(2) 新机组：25 年上市水电企业新增装机主要关注大渡河流域，8 月硬梁包水电站已全面投产。(3) 来水：华西秋雨持续影响，长江上游来水集中，9 月三峡、溪洛渡入库流量同比大幅增长 80%+。10 月 1 日至 8 日，长江干流六座水电站累计发电约 103 亿千瓦时，创历史同期新高。

绿电运营景气度：稳健向上。8 月多家上市公司可再生能源补贴资金到账，到来现金流改善和估值修复；6 月以来光伏装机增速放缓，但有利于弃电率/电价企稳，综合判断预计未来 3~6 个月运营商业绩稳中有增。

风电：(1) 装机容量：至 8M25 风电年内累计新增装机 57.8GW，由于工期较长抢装难度较大，“十四五”收官年预计后续 3~6 个月装机继续高增、风电装机增量占比提升。(2) 来风情况：至 8M25 风电年内累计平均利用小时数 1348h，弱于去年。部分地区风资源不佳+弃电率上升。(3) 电价：现货省份 9 月除湖北、浙江、甘肃风电捕获价下降外，其余市场风电价格均上涨，新能源市场化电量增多、预计后续 3~6 个月价格趋于平稳。

光伏：(1) 装机容量：至 8M25 光伏年内累计新增装机 230.61GW，6、7、8 月装机增速明显放缓。(2) 光照情况：至 8M25 光伏年内累计平均利用小时数 785h，弃电率明显上升。(3) 电价：现货省份 9 月光伏捕获价所有市场均下降，抢装后预计后续 3~6 个月价格继续下行。

核电：底部企稳。年度长协电价下降带来利润下行，全年业绩预期偏悲观。结合电量、月度长协电价等指标综合判断后续 3~6 个月行业将底部企稳。(1) 电量：年内漳州 1 号机组投运、福清 4 号机组小修完毕，电量端 1~8M25 维持同比高增。预计后续 3~6 个月电量增速可以维持、增速向上拐点关注 4Q25 漳州 2 号机组投运。(2) 电价：广东电价 1H25 月度交易价格总体呈现企稳态势，预计后续 3~6 个月的月度长协价有望平稳。(3) 天然铀成本：考虑燃料长协签订周期较长，成本变化为慢变量。天然铀价格同环比均有回落，预计后续 3~6 个月成本持平。

煤炭：拐点向上。供给侧，受反常连续秋雨天气影响和安全、环保、超产核查的持续影响，10 月上旬主产地煤炭供应出现收缩。叠加大秦线秋季检修以及发运成本偏高等因素影响，港口调入量受限。需求侧，10 月正值电煤消费淡季，但受南方部分地区“秋老虎”盛行影响，下游电厂日耗不减反增；10 月下半月北方供暖陆续开启，冬储需求逐步释放，沿海和内陆区域动力煤终端用户库存持续去化。此外，非电行业“金九银十”需求释放情况较好，但随着迎峰度冬旺季即将开启，企业错峰生产，预计非电行业原料煤采购的积极性将难有提升。

3. 行业数据跟踪

3.1 煤炭价格跟踪

- 欧洲 ARA 港动力本周 FOB 离岸价(10.17)最新报价为 90.10 美元/吨，环比下跌 2.59%；纽卡斯尔 NEWC 动力煤 FOB 离岸价(10.17)最新报价为 104.10 美元/吨，与上周持平。
- 广州港印尼煤(Q5500)本周库提价(10.17)最新报价为 759.93 元/吨，环比上涨 3.02%。
- 山东滕州动力煤(Q5500)本周坑口价(10.17)最新报价为 685.00 元/吨，环比上涨 2.24%；秦皇岛动力煤平仓价(10.17)最新报价为 740.00 元/吨，环比上涨 4.82%。
- 北方港煤炭合计库存最新库存(10.10)为 2497 万吨，环比上涨 8.78%，本周数据未更新。



图表12: 欧洲ARA港、纽卡斯尔NEWC动力煤现货价



来源：iFind，国金证券研究所

图表13: 广州港印尼煤库提价: Q5500



来源：iFind，国金证券研究所



图表14: 山东滕州动力煤坑口价、秦皇岛动力煤坑口价: Q5500



来源: iFind, 国金证券研究所

图表15: 北方港煤炭合计库存 (万吨)



来源: iFind, 国金证券研究所

3.2 天然气价格跟踪

- ICE 英国天然气价格上涨, ICE 英国天然气价 10 月 16 日报价为 81.97 便士/色姆, 周环比下跌 1.74 便士/色姆, 跌幅 1.74%。
- 美国 Henry Hub 天然气现货价 10 月 16 日报价为 2.81 美元/百万英热, 周环比下跌 0.52 美元/百万英热, 跌幅 15.61%。
- 欧洲 TTF 天然气价格 10 月 16 日报价为 11.14 美元/百万英热, 周环比上涨 0.05 美元/百万英热, 涨幅 0.42%。
- 全国 LNG 到岸价格 10 月 16 日报价为 11.12 美元/百万英热, 周环比上涨 0.02 美元/百万英热, 涨幅 0.21%。

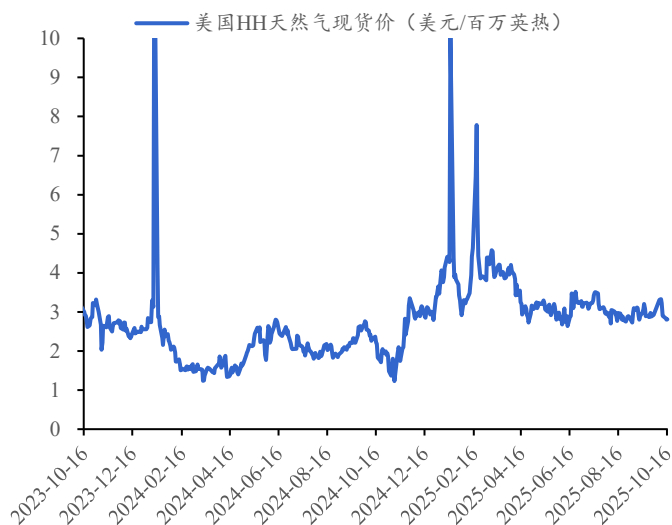


图表16: ICE 英国天然气价



来源: iFind, 国金证券研究所

图表17: 美国 Henry Hub 天然气价



来源: iFind, 国金证券研究所

图表18: 欧洲 TTF 天然气价



来源: iFind, 国金证券研究所

图表19: 国内 LNG 到岸价



来源: iFind, 国金证券研究所

3.3 碳市场跟踪

- 本周, 全国碳市场碳排放配额 (CEA) 10 月 17 日最新报价 52.21 元/吨, 环比下跌 6.02, 跌幅 10.34%。
- 本周北京碳排放权交易市场成交量最高, 为 160,484 吨。碳排放平均成交价方面, 成交均价最高的为北京市场的 108.74 元/吨。

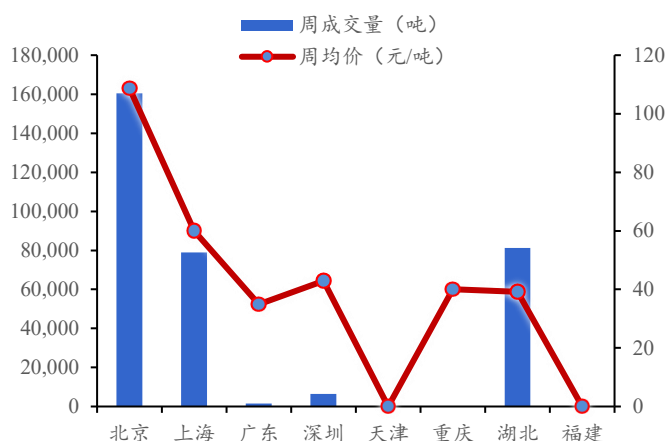


图表20：全国碳交易市场交易情况（元/吨）



来源：iFind，国金证券研究所

图表21：分地区碳交易市场交易情况



来源：iFind，国金证券研究所 556

4. 行业要闻

■ 魏桥并网：一场迟到 20 年的电力和解

10 月 15 日，魏桥集团董事长张波与国网山东电力董事长林一凡在济南举行会晤，共同宣布魏桥集团自备电厂正式并入国家电网，结束了其长达二十多年的“孤网”运行历史。魏桥模式始于 1999 年，为解决当时电力供应紧张和高电价问题，逐步形成庞大的自发自供电网体系，其低廉的电价曾是其核心竞争优势，但也长期面临合规与环保争议。在电力体制改革和“双碳”目标推进下，此次并网标志着魏桥从成本驱动的封闭运营转向融入公共电网体系，寻求通过绿电交易和市场协同实现绿色低碳发展的新路径。

<https://news.bjx.com.cn/html/20251017/1465526.shtml>

■ 全国最大百万千瓦级火电厂全面建成——甘肃电投常乐电厂 6 台 100 万千瓦火电机组全部投产发电

2025 年 10 月 16 日，甘肃电投常乐发电公司 6 号机组圆满完成 168 小时满负荷试运行，此举意味着历经 8 年建设的常乐电厂 6 台 100 万千瓦燃煤机组项目全面竣工并投入商业运营。该项目总装机容量达到 600 万千瓦，跃升为全国百万千瓦级火电总装机容量最大的火电厂，总投资 205 亿元。全部机组投产后，年发电量预计达 330 亿千瓦时，年工业产值约 100 亿元，能有效支撑河西地区每年 600 亿千瓦时的新能源发电外送，对保障电网安全、促进新能源消纳及落实“西电东送”战略具有里程碑意义。

<https://news.bjx.com.cn/html/20251017/1465424.shtml>

■ 国家发改委：绿色甲醇和可持续航空燃料生产项目 将获中央专项资金支持

10 月 14 日，国家发改委正式印发《节能降碳中央预算内投资专项管理办法》。该专项资金将重点投向电力、钢铁、有色等重点行业节能降碳改造、煤炭消费清洁替代、循环经济助力降碳、低碳零碳负碳示范以及碳达峰碳中和基础能力建设五大方向。文件特别指出，绿色甲醇和可持续航空燃料生产项目将获得支持。项目支持比例通常为核定总投资的 20%，而地方政府投资的基础能力建设项目，在中、西、东北地区最高可获得 80% 的资金支持。

<https://news.bjx.com.cn/html/20251016/1465248.shtml>

5. 上市公司动态

图表22：上市公司股权质押公告

名称	股东名称	质押方	质押股数 (万股)	质押起始日期	质押截止日期
浙富控股	孙毅	国联证券资产管理有限 公司	6,250.00	2025-10-14	--



永清环保	湖南永清环境科技产业集团有限公司	长沙银行股份有限公司湘银支行	5,599.56	2025-10-14	2030-09-26
永清环保	湖南永清环境科技产业集团有限公司	长沙银行股份有限公司湘银支行	2,239.82	2025-10-14	2030-09-26
正和生态	张熠君	建德市**贷款股份有限公司	590.00	2025-10-14	--
新奥股份	新奥科技发展有限公司	华泰证券股份有限公司	4,756.00	2025-10-10	2028-08-16
正和生态	张熠君	海宁**贷款股份有限公司	800.00	2025-09-29	--
正和生态	张熠君	建德市**贷款股份有限公司	710.00	2025-10-10	--
正和生态	张熠君	--	207.00	--	--

来源：iFind，国金证券研究所

图23：上市公司大股东增减持公告

名称	变动次数	涉及股东人数	总变动方向	净买入股份数合计(万股)	增减仓参考市值(万元)	占总股本比重(%)	总股本(万股)
华控赛格	1	1	减持	-574	-2,095	-0.57	华控赛格
黔源电力	1	1	增持	248	4,109	0.58	黔源电力
清新环境	1	1	减持	-104	-408	-0.07	清新环境
华宏科技	1	1	减持	-41	-679	-0.07	华宏科技
维尔利	2	2	增持	3	11	0.00	维尔利
久吾高科	1	1	减持	-19	-659	-0.15	久吾高科
朗坤科技	4	4	减持	-70	-1,482	-0.29	朗坤科技
福鞍股份	4	2	减持	-8	-105	-0.02	福鞍股份
伟明环保	2	1	减持	-250	-5,456	-0.15	伟明环保
九丰能源	2	2	减持	-420	-13,793	-0.62	九丰能源
德林海	1	1	减持	-3	-78	-0.03	德林海
赛恩斯	1	1	减持	0	-26	-0.01	赛恩斯

来源：iFind，国金证券研究所

图24：上市公司未来3月限售股解禁公告

简称	解禁日期	解禁数量(万股)	变动后总股本(万股)	变动后流通A股(万股)	占比(%)
嘉戎技术	2025-10-21	1,920.80	11,649.71	5,887.31	50.54
*ST 清研	2025-10-22	3,101.67	10,801.00	7,810.96	72.32
美能能源	2025-10-31	17,608.73	24,263.86	24,151.74	99.54
菲达环保	2025-11-17	15,231.71	88,870.28	87,300.71	98.23
美埃科技	2025-11-18	8,341.44	13,440.00	13,440.00	100.00
赛恩斯	2025-11-25	3,148.00	9,532.62	9,532.62	100.00
水发燃气	2025-11-28	7,552.63	45,907.09	45,907.09	100.00
新奥股份	2025-12-03	15.19	309,708.76	307,651.95	99.34
福鞍股份	2025-12-05	664.00	32,042.63	32,036.63	99.98
军信股份	2025-12-17	719.61	78,910.08	23,018.61	29.17
华电能源	2025-12-22	472,799.14	790,733.62	747,533.62	94.54



劲旅环境	2026-01-14	7,941.84	13,422.61	13,249.61	98.71
三峡能源	2026-01-16	189.64	2,858,765.01	2,858,765.01	100.00
华电新能	2026-01-16	72,463.84	4,171,428.57	322,981.36	7.74

来源：iFind，国金证券研究所

6. 投资建议

■ 火电板块：

2025 年电力中长期交易结果陆续出炉，建议关注：资产所在地区电力供需偏紧、市场竞争格局较好，资产价值有望重估的龙头企业的皖能电力、华电国际。

■ 清洁能源——水电板块：

建议关注电价稳定+地区性供需紧张+长端利率持续下行逻辑下的水电运营商长江电力。

■ 清洁能源——核电板块：

建议关注连续投产期将至、电量增长+电价稳定+长期高分红能力有望提升逻辑下的核电运营商中国核电。

■ 新能源——风、光伏发电板块：

建议关注风电龙头运营商龙源电力（H）。

■ 环保板块：

建议关注城市综合运营管理服务商龙头企业玉禾田。

7. 风险提示

■ 电力板块：

- ✓ 新增装机容量不及预期。火电方面，发电侧出现电力供应过剩或导致已核准项目面临开工难问题。新能源方面，特高压建设进度、消纳考核、上游发电设备价格及施工工资源供需关系均有可能影响新项目建设和投产进度。
- ✓ 下游需求景气度不及预期。用电需求与宏观经济发展增速正相关，经济偏弱复苏或导致用电需求增速低于预期、机组利用小时数下滑导致度电分摊的折旧成本上升，从而影响盈利。
- ✓ 电力市场化进度不及预期。现货市场交易电价上限远超中长期交易电价，现货市场试点推广进度不及预期将影响电厂平均售电价格。
- ✓ 煤价下行不及预期。火电成本结构中燃料成本占比较高，煤价维持高位将影响火电盈利。
- ✓ 电力市场化交易风险。新能源出力不可预测，参与市场化交易导致量价风险扩大，对新能源发电企业盈利造成不利影响。此外，煤价下行或带动燃煤交易电价下降，从而影响市场化交易电量的价格中枢。

■ 环保板块：

- ✓ 环保行业为典型的政策驱动型行业，不同板块间环境治理政策释放存在节奏差异，当期重点关注与要求解决的环境污染问题则对应子板块需求较好，相反其余子板块短期需求或不及预期。



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。

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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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