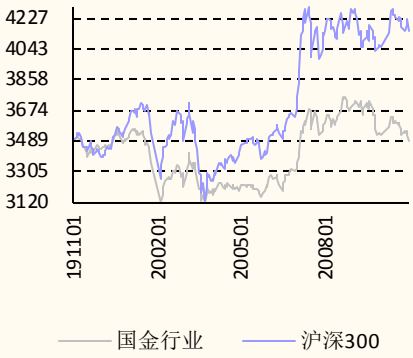
资源与环境研究中心

电力、煤气及水等公用事业行业研究 买入（维持评级）

行业深度研究

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金电力、煤气及水等公用事业指数	3488
沪深 300 指数	4695
上证指数	3225
深证成指	13237
中小板综指	12240



相关报告

1.《合理小时数政策奠定可再生下步发展方向-电力行业点评》，2020.10.23

2.《用电看经济：8 月用电全面加速-8 月电力月报》，2020.10.13

3.《核电审批或将常态化，产业迎来复苏期-电力行业点评》，2020.9.4

4.《用电看经济：线上经济降温，消费复苏持续-电力 7 月月报》，2020.8.31

5.《用电量看经济：六大板块全面复苏-电力行业深度》，2020.7.23

杜旷舟 分析师 SAC 执业编号：S1130520090003
dukz@gjzq.com.cn

郭荆璞 分析师 SAC 执业编号：S1130519100005
guojingpu@gjzq.com.cn

用电看经济：9 月复苏延续且放缓

行业观点

- **居民用电增速回升，累计用电量较去年同期实现正增长。**9 月全社会用电量 6019.58 亿千瓦时，同比增长 7.22%，增速高于去年同期。第一、二、三产业与居民的用电量增速分别为 11.55%、8.64%、5.13%、4.04%，三大产业用电增速相比 8 月均稍有所回落。本月居民用电回升显著，同比增长率 4.04%，较上月增加了 5.21%。9 月新增用电主要由第二产业贡献，二产新增贡献率高达 75.1%，其次为第三产业和居民用电。2020 年 1-9 月，全社会累计用电量相比去年同期增加 1.29%。
- **全行业用电增速高位有降，线上经济降温。**9 月六大板块日均同比用电增速仍然处于高位，但日均环比用电增速均出现下降。三季度的用电复苏延续但趋缓。TMT 板块同比增速回落至 21.87%，但日均环比增速为负值，说明由疫情带来大幅增长的线上业务已经开始降温。交运、TMT 板块下降幅度明显，消费、交运板块的增速均低于前五年平均水平，能源板块接近于前五年平均。环比增速只有能源板块为正，地产周期板块环比下降明显。
- **细分行业用电增速排名前十延续上月趋势，高景气度行业继续领涨。**9 月细分行业用电增速前十名与 8 月相比略有变化，TMT、新能源的高增速反映行业高景气度，碳化硅、黄磷、煤化工等部分能源、制造子行业也有入围。
- **细分行业用电增速排名后十略有变化，交运相关行业用电显著下滑。**9 月用电量同比增速后十行业变化也较小，新增了水利相关行业。交运全板块持续低迷，多个子行业增速进入后十名。其他用电同比增速后十行业则多为矿产等制造板块中景气度不高的细分行业，与 8 月相比变化不大。
- **降温后用电量有所下降，10 月预计全社会用电增速约 5%，累积用电持续正增长。**10 月整体气温持续下降，预计 10 月全社会用电增速约为 5%，全社会累计用电量在 9 月已经相较去年实现正增长，预计 10 月增幅将扩大。第一、二产业增速趋缓；十一长假或将拉动三产用电增速；10 月我国多个城市气温降幅较大，预计居民用电增速低于今年 9 月。
- **中西部省份领涨全国，三大用电省份增速下滑。**在全国范围内，绝大多数省份用电量实现正增长，中西部及部分东部省份领涨。8 月增速抢眼的江浙沪皖增速下滑，排名较为靠后。本月河南、内蒙、福建三省新增贡献显著。江苏、浙江、山东三大用电省份 9 月的用电增速都比 8 月有所下降，江苏、山东的增速排名全国靠后。

投资建议

- 推荐具有注入预期的成长性大白马**长江电力、国投电力**；建议关注高股息率、分红稳定的个股，如**华能国际、华电国际**。

风险提示

- 新冠疫情影响超出预期；电价超预期下降；主要水系来水不及预期；煤价下跌不及预期。

内容目录

经济复苏趋势延续，用电增速稍有下滑.....4
六大板块用电增速趋于稳定，线上经济增速下滑.....5
细分行业增速排行略有变化，流动受限交运行业仍在恢复中.....12
中西部省份领涨全国，三大用电省份增速下滑.....14
风险提示.....15

图表目录

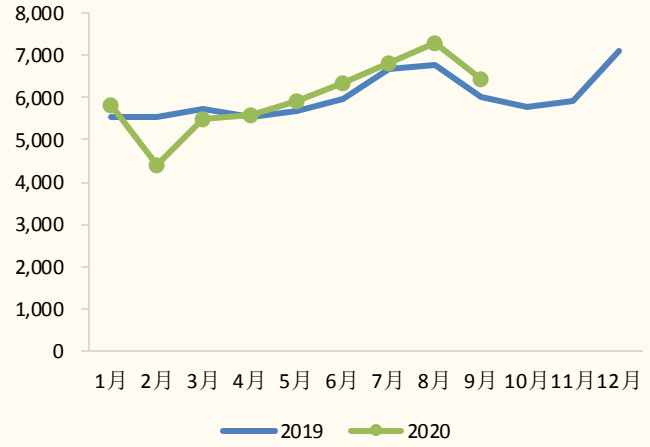
图表 1：2019、2020 年分月全社会用电量（亿千瓦时）.....4
图表 2：2019、2020 年分月全社会用电量增速.....4
图表 3：9 月一二三产和居民用电增速.....4
图表 4：9 月一二三产和居民用电新增贡献率.....4
图表 5：四大高耗能与非高能耗用电增速.....5
图表 6：四大高耗能与非高能耗新增贡献率.....5
图表 7：地产周期板块用电量同比增速与历史增速对比.....5
图表 8：能源板块用电量同比增速与历史增速对比.....5
图表 9：制造板块用电量同比增速与历史增速对比.....5
图表 10：交运板块用电量同比增速与历史增速对比.....5
图表 11：消费板块用电量同比增速与历史增速对比.....6
图表 12：TMT 板块用电量同比增速与历史增速对比.....6
图表 13：六大板块 9 月同比增速与对应历史月度增速.....6
图表 14：六大板块日均用电量同比、环比增速.....6
图表 15：TMT 板块月度用电量增速.....7
图表 16：TMT 板块子行业用电量月度增速.....7
图表 17：TMT 板块子行业用电量占比和新增贡献率.....7
图表 18：TMT 板块子行业日均用电量同比、环比增速.....7
图表 19：能源板块月度用电量增速.....8
图表 20：能源板块子行业用电量月度增速.....8
图表 21：能源板块子行业用电量占比和新增贡献率.....8
图表 22：能源板块子行业日均用电量同比、环比增速.....8
图表 23：地产周期板块月度用电量增速.....9
图表 24：地产周期板块子行业用电量月度增速.....9
图表 25：地产周期板块子行业用电量占比和新增贡献率.....9
图表 26：地产周期板块子行业日均用电量同比、环比增速.....9
图表 27：制造板块月度用电量增速.....10
图表 28：制造板块子行业日均用电量同比、环比增速.....10
图表 29：制造板块部分子行业用电量月度增速.....10
图表 30：制造板块部分子行业用电量月度增速.....10

图表 31：制造板块子行业用电量占比.....11
图表 32：制造板块子行业新增贡献率.....11
图表 33：消费板块月度用电量增速.....11
图表 34：消费板块子行业用电量月度增速.....11
图表 35：消费板块子行业用电量占比和新增贡献率.....11
图表 36：消费板块子行业日均用电量同比、环比增速.....11
图表 37：交运板块月度用电量降幅略有缩窄.....12
图表 38：交运板块子行业用电量月度增速.....12
图表 39：交运板块子行业用电量占比和缩水贡献率.....12
图表 40：交运板块子行业日均用电量同比、环比增速.....12
图表 41：2020 年 9 月用电量增速前十名行业用电量对比 2019 年 9 月用电量（亿千瓦时）.....13
图表 42：2020 年 9 月用电量增速后十名行业用电量对比 2019 年 9 月用电量（亿千瓦时）.....13
图表 43：2020 年 9 月相比 2020 年 8 月用电增速变化前十行业.....14
图表 44：全国各省用电量增速情况.....15
图表 45：9 月全国各省当月用电增量贡献率.....15
图表 46：2020 年 1-9 月全国各省累计用电增量承担率.....15

经济复苏趋势延续，用电增速稍有下滑

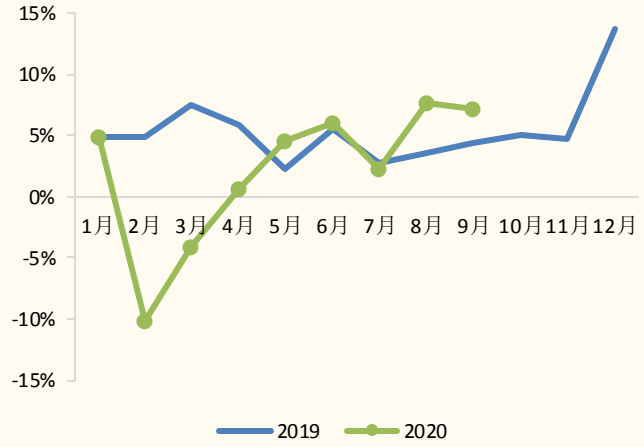
- **9 月全社会用电增速 7.22%，城乡居民回归正增长，一二三产增速均有下降。**9 月，全社会用电量 6454.36 亿千瓦时，较 8 月相比有明显下降；同比增长 7.22%，增速高于去年同期，略低于上月。9 月第一、二、三产业与居民的用电量增速分别为 11.55%，8.64%、5.13%和 4.04%，三大产业增速均低于 8 月，其中第三产业用电增速下降明显，降低 2.42pct。此外 9 月的居民用电增速回升至正值，增速较上月增加了 5.21pct。三季度经济复苏趋势开始减缓。
- 本月拉动用电量增长的主要动力是第二产业，对全社会用电的新增贡献率为 75.1%。2020 年 1-9 月，全社会累计用电量相比去年同期增加 1.29%，疫情影响基本消除，累计用电量已经恢复去年同期水平。

图表 1：2019、2020 年分月全社会用电量（亿千瓦时）



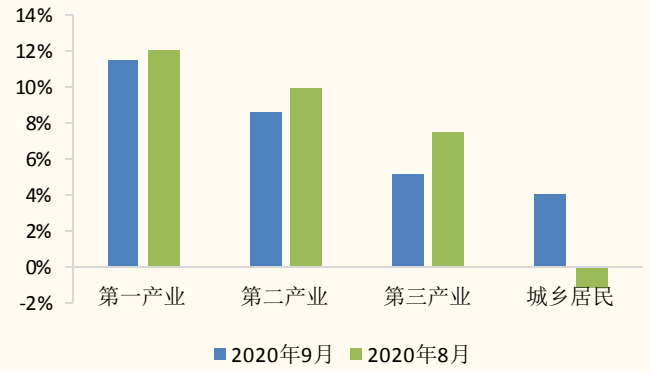
来源：中电联，国金证券研究所

图表 2：2019、2020 年分月全社会用电量增速



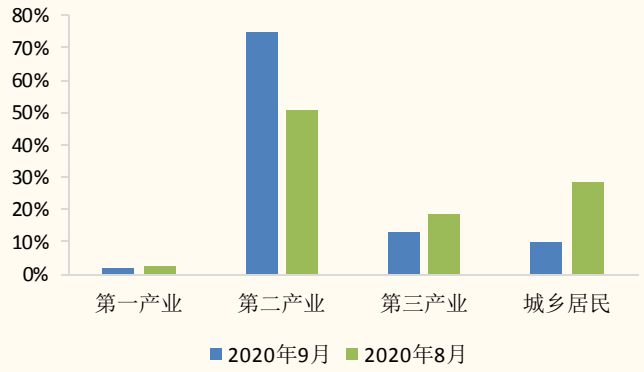
来源：中电联，国金证券研究所

图表 3：9 月一二三产和居民用电增速



来源：中电联，国金证券研究所

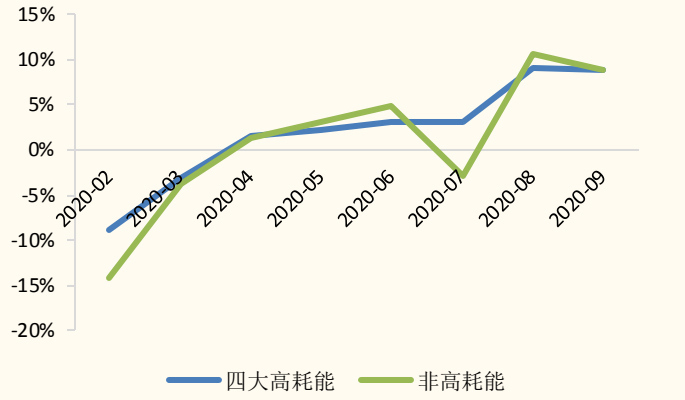
图表 4：9 月一二三产和居民用电新增贡献率



来源：中电联，国金证券研究所

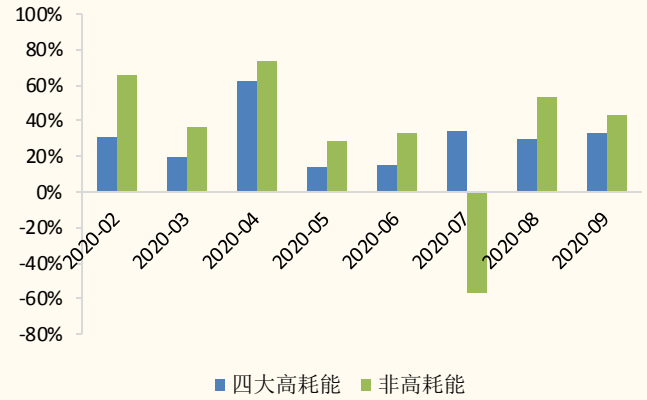
- **工业生产全面恢复，高耗能与非高耗能增速趋稳。**三季度高耗能行业用电增速已经恢复，8 月出现明显增长，9 月增速与 8 月持平。非高耗能行业用电增速也在 8 月转为正值，9 月虽然略有下降，但仍然维持在较高增速。下文将进行详细分析。

图表 5：四大高耗能与非高能耗用电增速



来源：中电联，国金证券研究所

图表 6：四大高耗能与非高能耗新增贡献率



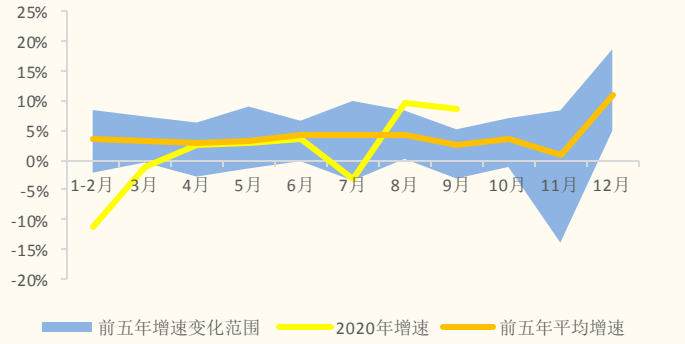
来源：中电联，国金证券研究所

注：其中 3 月由于全社会用电增速为负值，新增贡献率实际为减量承担率

六大板块用电增速趋于稳定，线上经济增速下滑

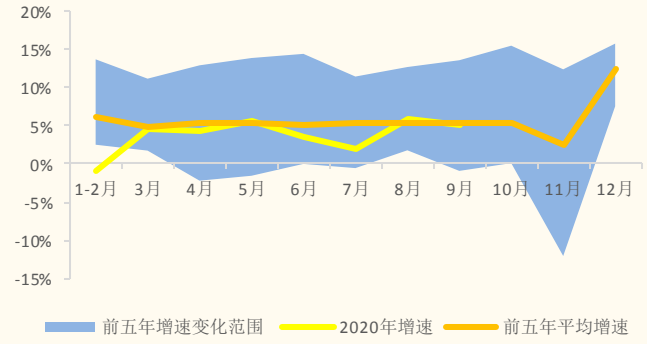
- **六大板块增速趋缓，交运、TMT 板块增速明显下滑。**9 月，六大板块的增速均有不同程度的下降，其中交运和 TMT 板块增速下降明显，分别降低了 3.41pct、6.14pct 。地产、、制造、TMT 板块的增速已经高于前五年平均，能源和消费板块增速与前五年平均增速基本持平，交运则仍处于恢复期。

图表 7：地产周期板块用电量同比增速与历史增速对比



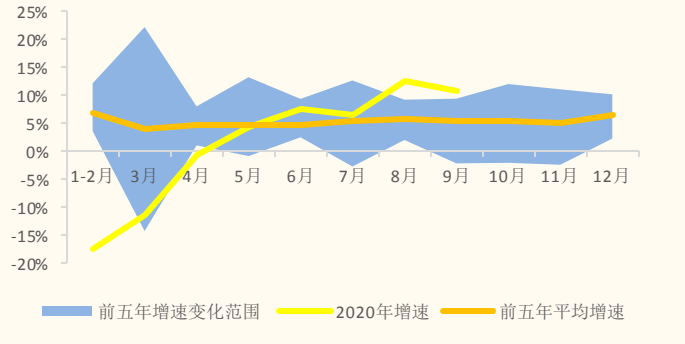
来源：中电联，国金证券研究所

图表 8：能源板块用电量同比增速与历史增速对比



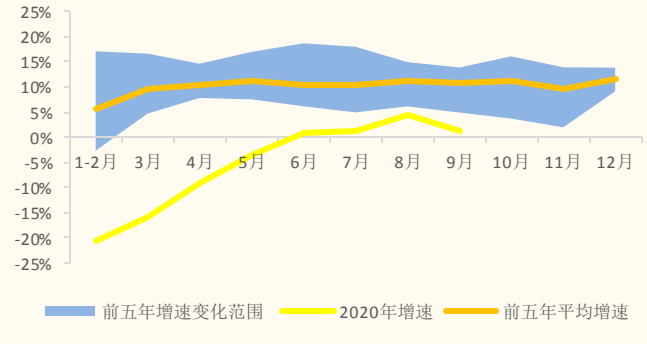
来源：中电联，国金证券研究所

图表 9：制造板块用电量同比增速与历史增速对比



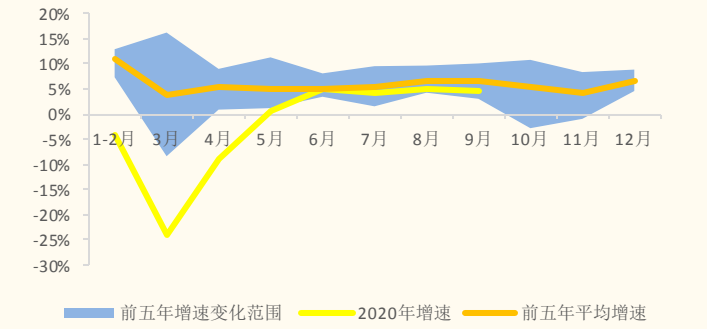
来源：中电联，国金证券研究所

图表 10：交运板块用电量同比增速与历史增速对比



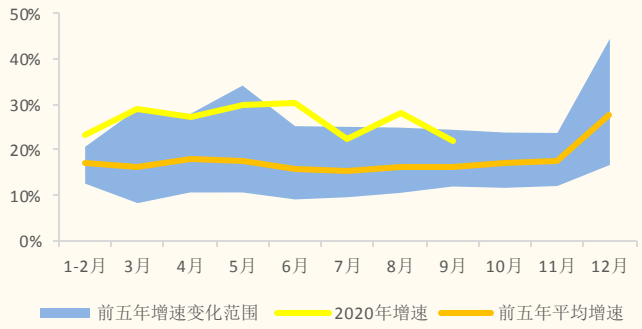
来源：中电联，国金证券研究所

图表 11：消费板块用电量同比增速与历史增速对比



来源：中电联，国金证券研究所

图表 12：TMT 板块用电量同比增速与历史增速对比



来源：中电联，国金证券研究所

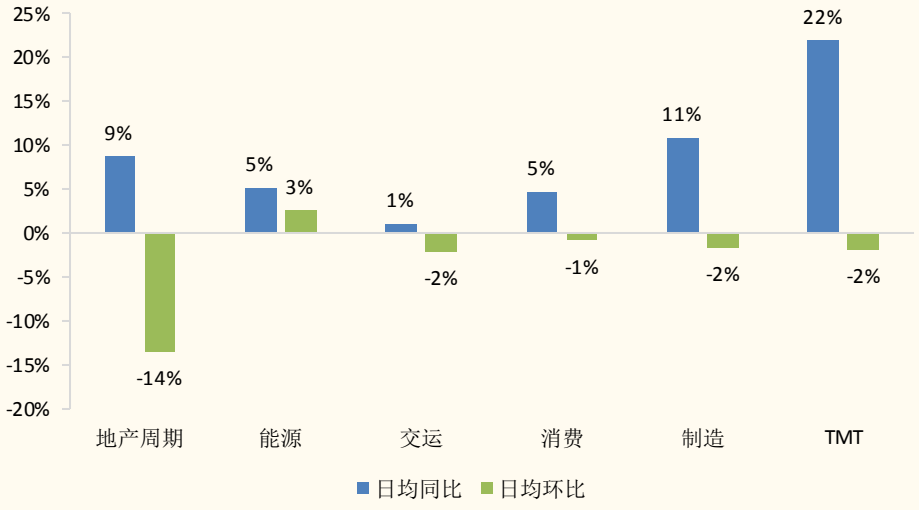
图表 13：六大板块 9 月同比增速与对应历史月度增速

		地产周期	能源	制造	交运	消费	TMT
本月同比		8.63%	5.17%	10.89%	1.04%	4.67%	21.87%
历史同比	2015 年	-3.09%	-0.91%	-2.17%	4.91%	3.03%	12.65%
	2016 年	4.02%	1.52%	7.57%	13.15%	7.97%	17.06%
	2017 年	3.23%	8.26%	8.23%	13.85%	10.05%	15.77%
	2018 年	5.18%	13.59%	9.40%	11.07%	4.84%	24.43%
	2019 年	4.29%	4.73%	4.77%	10.39%	7.11%	11.98%

来源：中电联，国金证券研究所

■ **线上经济降温，五大板块环比增速为负，经济复苏放缓。**综合分析 9 月日均用电量同比与环比的变化，TMT 板块日均用电量同比增速虽然高达 22%，但环比增速却为负值，线上经济增速减慢。除能源的日均环比增速为正之外，其他五大板块的日均环比增速均为负值，其中地产周期板块低至-14%。而能源、交运、消费板块的日均同比增速也仅仅是略有增加，经济复苏势头放缓。

图表 14：六大板块日均用电量同比、环比增速

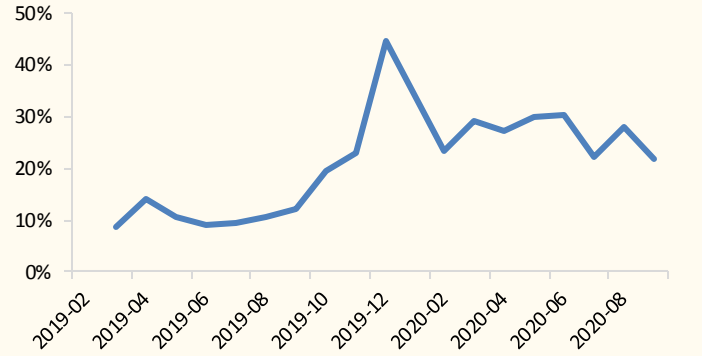


来源：中电联，国金证券研究所

■ **线上经济有所回落，软件和信息技术服务持续下降。**TMT 板块 9 月用电量仍维持较高的增速为 21.87%，但较 8 月下降了 6.14pct，增速为 2020 年

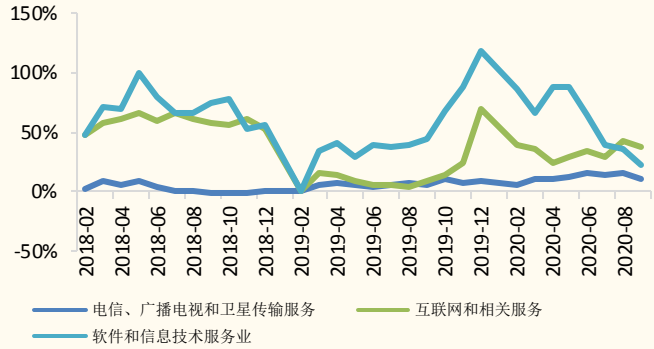
以来最低值。三个细分子行业也都有不同幅度的下降，其中软件和信息技术服务业疫情开始以来便持续下降，9 月的增速较 8 月下降幅度达到 13.48pct。互联网和相关服务、电信、广播电视和卫星传输服务增速都略有下降。电信、广播电视和卫星传输服务的增速在疫情前后一直都较为平稳，另外两个行业日均用电量同比增速都维持在较高水平。但 9 月的三个字板块环比增速均为负值。

图表 15：TMT 板块月度用电量增速



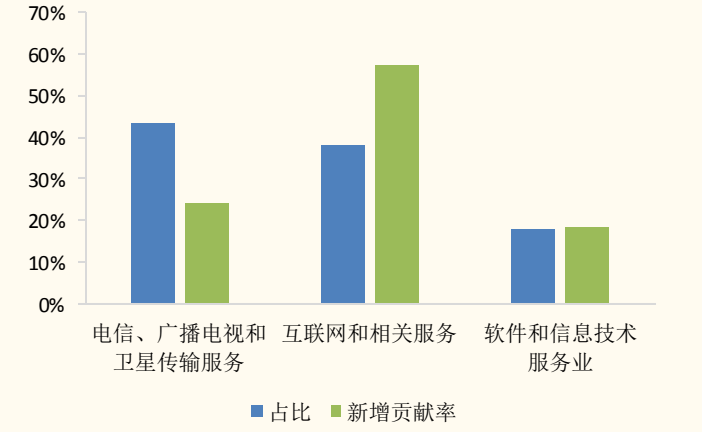
来源：中电联，国金证券研究所

图表 16：TMT 板块子行业用电量月度增速



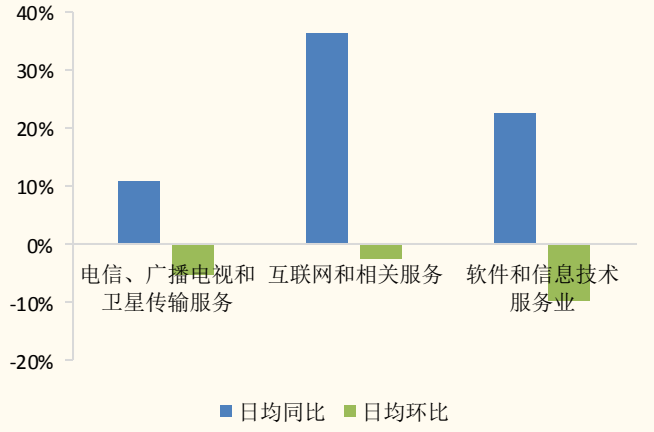
来源：中电联，国金证券研究所

图表 17：TMT 板块子行业用电量占比和新增贡献率



来源：中电联，国金证券研究所

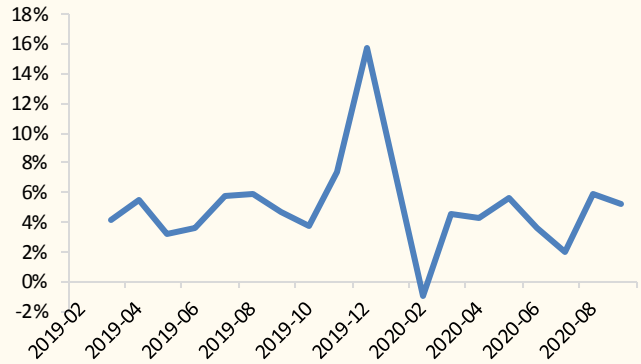
图表 18：TMT 板块子行业日均用电量同比、环比增速



来源：中电联，国金证券研究所

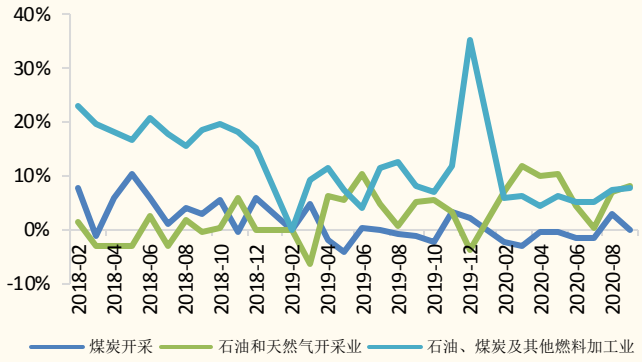
- **能源板块增速放缓，燃料加工业保持增速，煤炭开采维持低迷状态。**能源板块月度用电量增速在 8 月达到疫情以来的最大值后，9 月又开始下降。三个子板块中石油和天然气开采业略有上升，石油、煤炭及其他燃料加工业的增速与上月持平，而煤炭开采的增速则为零。煤炭开采行业的用电增速长期处于较低水平，但占比达到能源板块的 32.46%，是能源板块增速下滑的主要原因。从环比增速看，煤炭、石油和天然气开采行业都是环比负增长，而石油、煤炭及其他燃料加工业的环比增速接近于 0。

图表 19：能源板块月度用电量增速



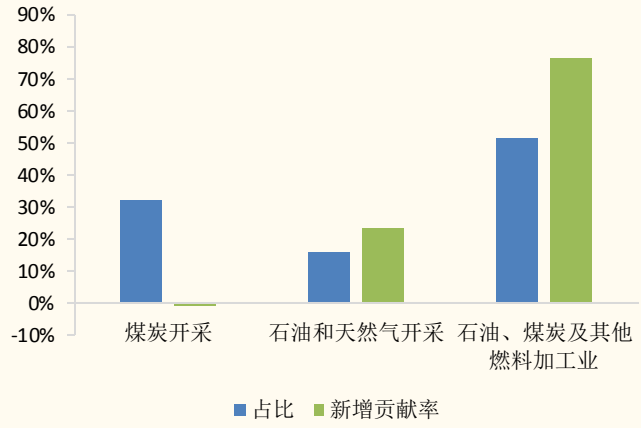
来源：中电联，国金证券研究所

图表 20：能源板块子行业用电量月度增速



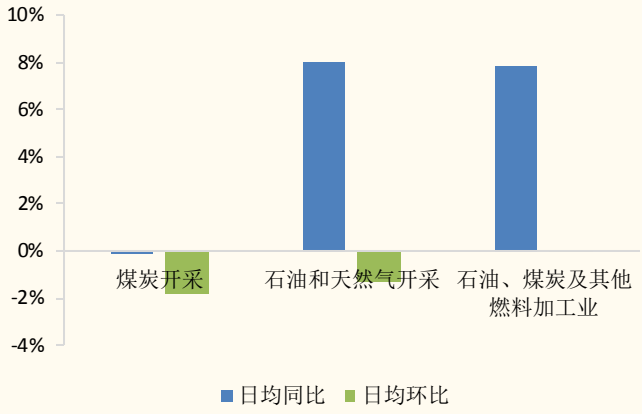
来源：中电联，国金证券研究所

图表 21：能源板块子行业用电量占比和新增贡献率



来源：中电联，国金证券研究所

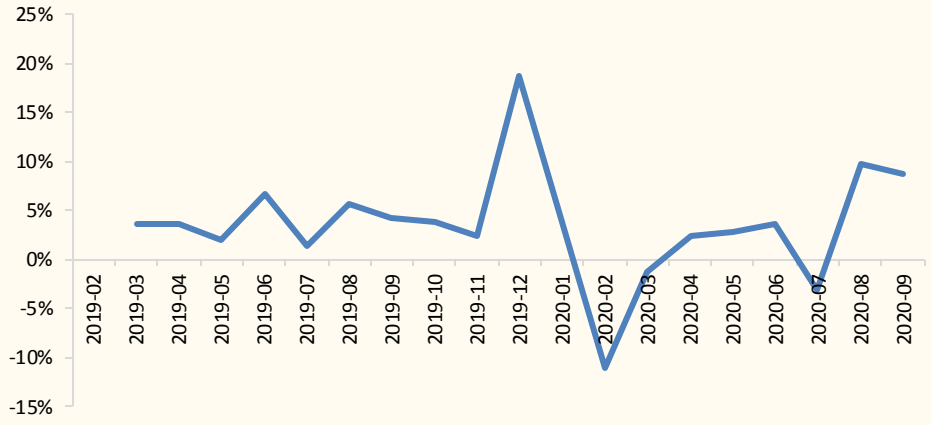
图表 22：能源板块子行业日均用电量同比、环比增速



来源：中电联，国金证券研究所

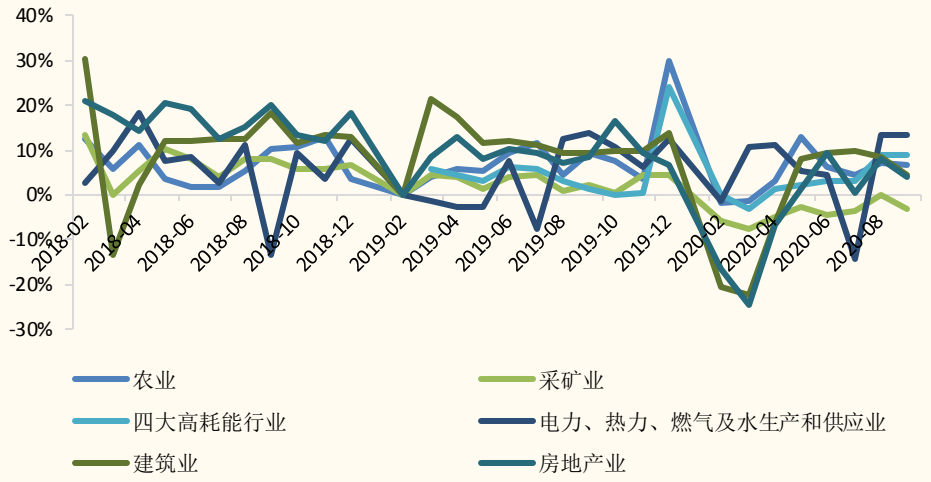
- **地产周期板块增速稍有放缓，低温导致电力供应相关子行业环比下降。**地产周期板块 9 月用电量增速较上月略微回落，为 8.63%，子板块中农业、四大高耗能行业和电力、热力、燃气及水生产和供应行业增速与上月持平，另外三个行业采矿业、建筑业和房地产业增速下滑。其中采矿业上月增速为 0%，9 月增速再次降低回负值，建筑业和房地产业下滑也较明显。地产周期板块的用电增速主要由四大高耗能行业和电力、热力、燃气及水生产和供应两个行业。同能源板块相似，地产周期板块的环比增速也基本为负，其中电力、热力、燃气及水的生产和供应行业环比下降接近 50%，可能是气温下降所致。

图表 23：地产周期板块月度用电量增速



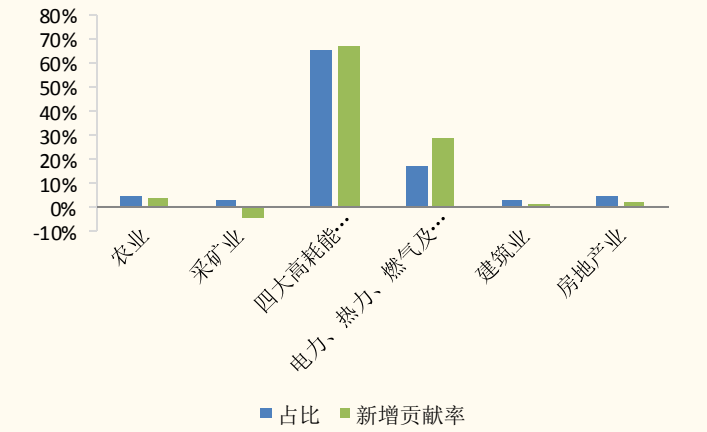
来源：中电联，国金证券研究所

图表 24：地产周期板块子行业用电量月度增速



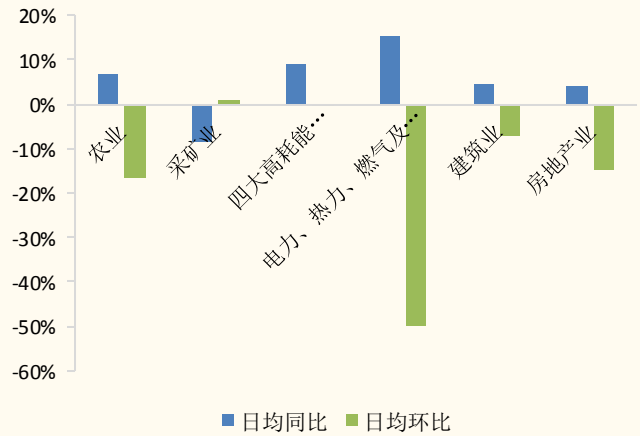
来源：中电联，国金证券研究所

图表 25：地产周期板块子行业用电量占比和新增贡献率



来源：中电联，国金证券研究所

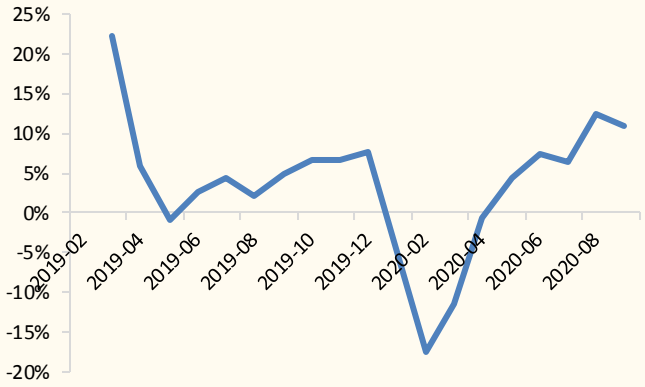
图表 26：地产周期板块子行业日均用电量同比、环比增速



来源：中电联，国金证券研究所

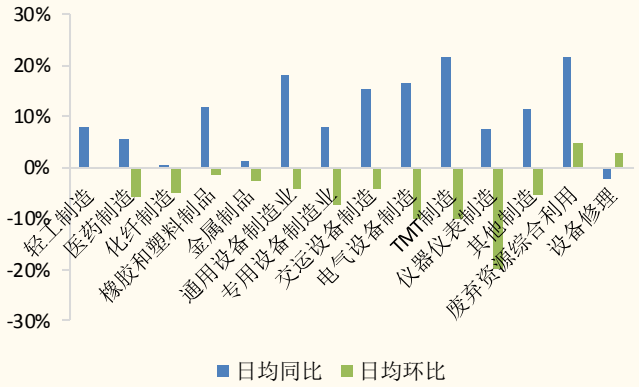
- **制造板块增速下降，TMT 制造与下游同向变化，多个行业增速超 15%。**制造板块 9 月用电增速 10.89%，相比 8 月有所回落，但仍维持在较高水平，主要由 TMT 制造行业带动上涨。TMT 制造行业的用电增速百与下游 TMT 板块呈现相似变化，即同比增速维持高位但环比增速为负，但 TMT 制造的同比增速、用电量占比、新增贡献率仍然居于制造板块前列。除化纤制造、金属制品和设备修理行业外，其他子行业增速均大于 5%，且多个行业增速达到 15%以上。但与 8 月相比，只有废弃资源综合利用的增速高于上月，其他子行业的增速均小于 8 月或者持平。其中仪器仪表制造行业的增速下滑最明显，下降了 16pct；电气设备、交运设备的增幅下滑也较为明显。制造板块的环比也全面下降，只有废弃资源综合利用、设两个子行业环比增速为正。

图表 27：制造板块月度用电量增速



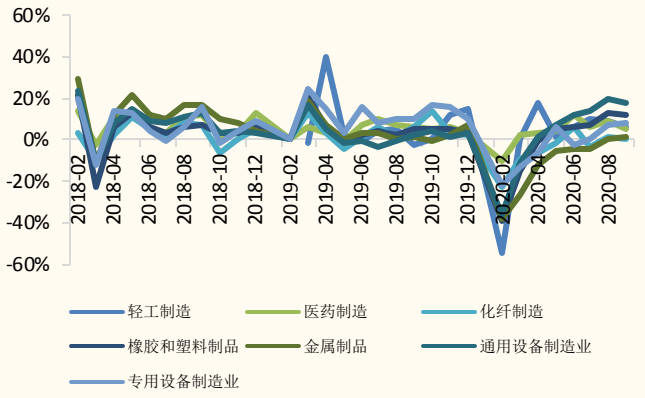
来源：中电联，国金证券研究所

图表 28：制造板块子行业日均用电量同比、环比增速



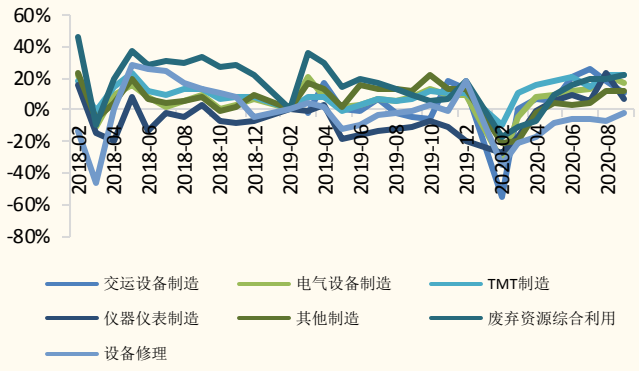
来源：中电联，国金证券研究所

图表 29：制造板块部分子行业用电量月度增速



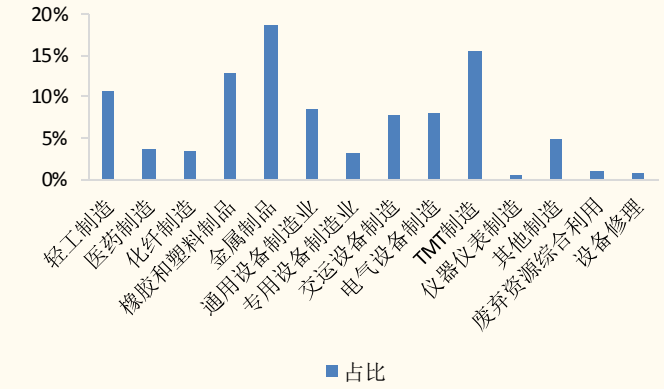
来源：中电联，国金证券研究所

图表 30：制造板块部分子行业用电量月度增速



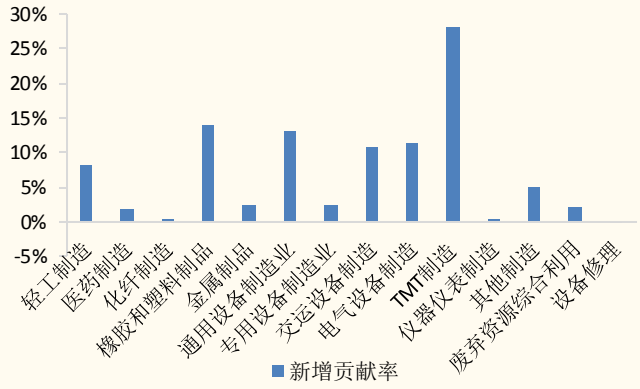
来源：中电联，国金证券研究所

图表 31：制造板块子行业用电量占比



来源：中电联，国金证券研究所

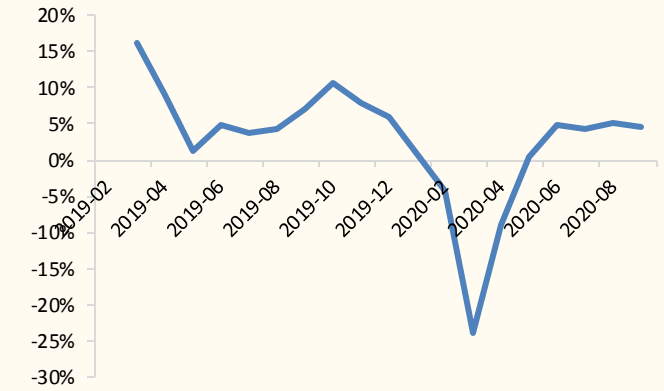
图表 32：制造板块子行业新增贡献率



来源：中电联，国金证券研究所

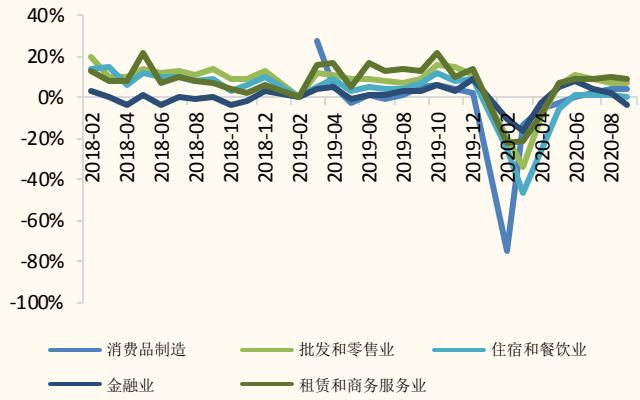
■ **批发零售业是拉动消费板块增长主力，细分行业板块环比增速全面下降。**9 月消费板块用电量增速略有降低，为 4.67%，消费板块 6 月以来的增速都较为平稳。从细分行业看，消费板块各细分行业同比增速也都与上月持平或者下降，五个子行业环比增速全部为负，说明消费复苏趋势已经减缓。批发和零售业和消费品制造强劲拉动消费板块，新增贡献率分别达 48.22%、39.14%。金融业、租赁和商务服务业的日均用电环比下降都较为明显，其中金融业同比增速也为负值。而住宿和餐饮业、租赁和商务服务业的同比增速虽然为正值，但环比下降较多还是说明了线下经济也在放缓。

图表 33：消费板块月度用电量增速



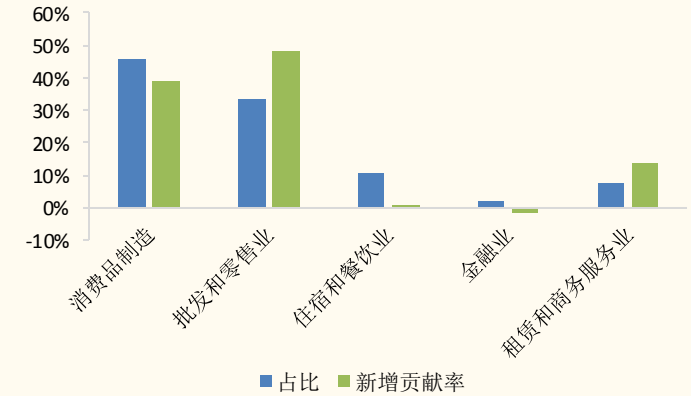
来源：中电联，国金证券研究所

图表 34：消费板块子行业用电量月度增速

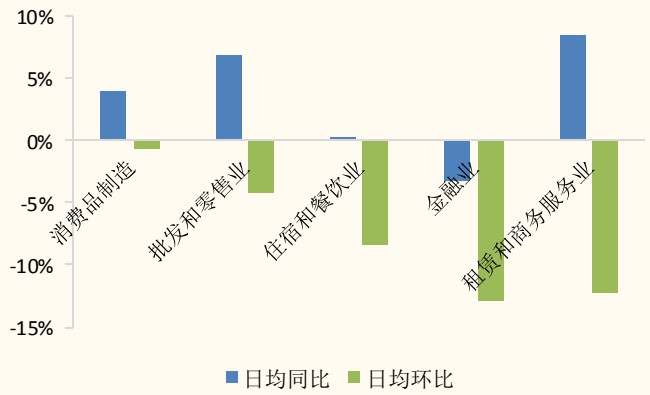


来源：中电联，国金证券研究所

图表 35：消费板块子行业用电量占比和新增贡献率



图表 36：消费板块子行业日均用电量同比、环比增速

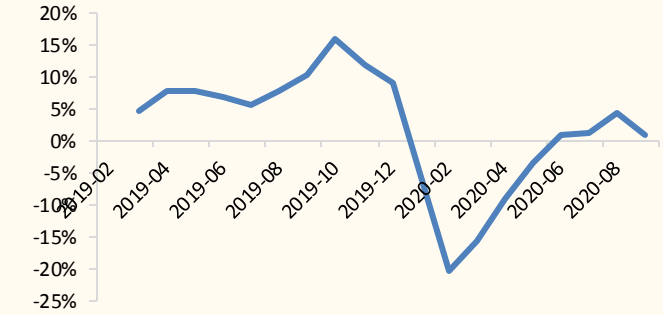


来源：中电联，国金证券研究所

来源：中电联，国金证券研究所

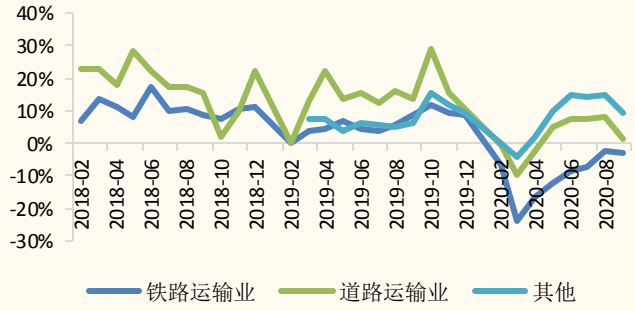
■ **交运板块增速回落，铁路运输恢复乏力。**9 月交运板块增速仍然为六大板块中最低且与 8 月相比增速下降了 3.41pct。从子行业看，三个子行业的同比增速均比 8 月低，环比增速全为负值。其中铁路运输业自疫情开始以来，用电增速全部为负值，复苏乏力。9 月的交运板块用电增量主要由其他交运细分行业贡献。

图表 37：交运板块月度用电量降幅略有缩窄



来源：中电联，国金证券研究所

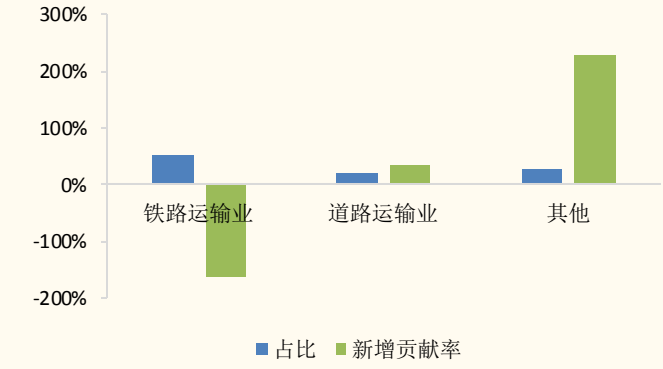
图表 38：交运板块子行业用电量月度增速



来源：中电联，国金证券研究所

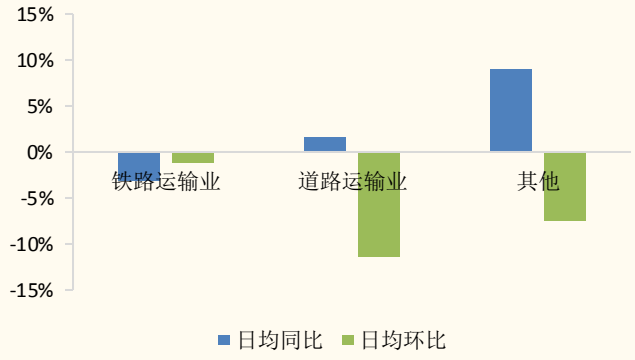
注：交运细分子行业“其他”类目 2020 年 2 月用电增速数据缺失

图表 39：交运板块子行业用电量占比和缩水贡献率



来源：中电联，国金证券研究所

图表 40：交运板块子行业日均用电量同比、环比增速

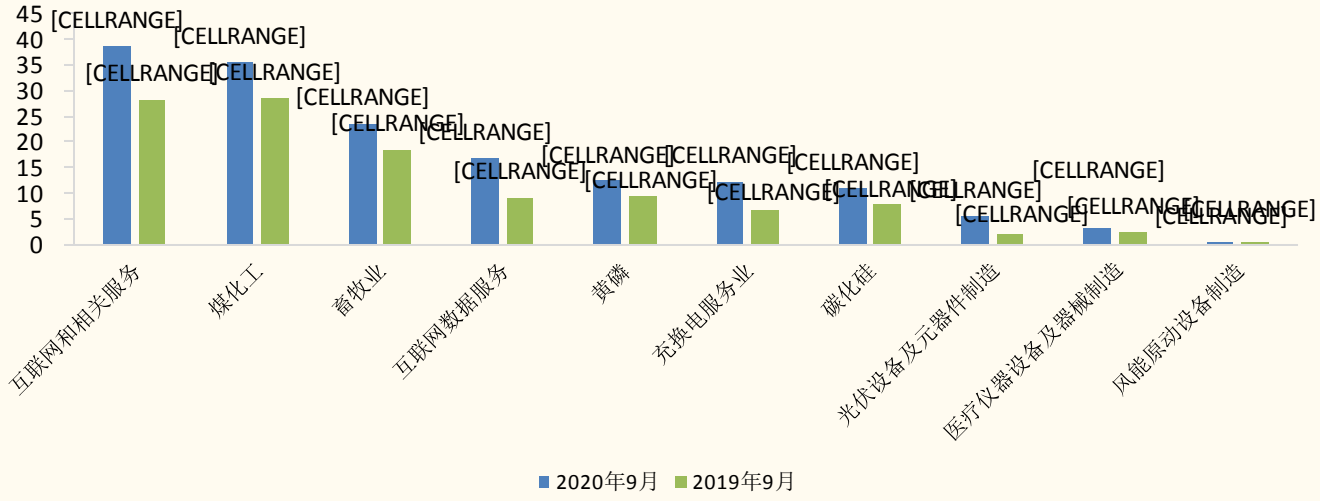


来源：中电联，国金证券研究所

细分行业增速排行略有变化，流动受限交运行业仍在恢复中

■ **细分行业用电增速排名前十略有变化，高景气度行业继续领涨。**用电量同比增速直接反应细分行业的复工情况。71 个细分行业中，本月共有 54 个行业用电量同比实现正增长。9 月细分行业用电增速前十名与 8 月相比名单略有变化，前十名除了常见的 TMT、新能源、有关材料领域，9 月前十名还包括煤化工、畜牧业和医疗设备制造。其中光伏设备及原件制造、风能原动设备制造行业用电量同比保持高速增长（分别为 187%和 78%），原因是全行业抢装赶工追赶进度。充换电服务业、互联网数据服务的增速都超过了 80%。在增速前十的子行业中，TMT 子行业和风光相关设备 持续上榜，反映了相关领域的高景气度。9 月新增的煤化工、医疗仪器设备及器械制造反应了部分能源、制造业子领域保持增速，而畜牧业可能与之前几个月的消费复苏有关。

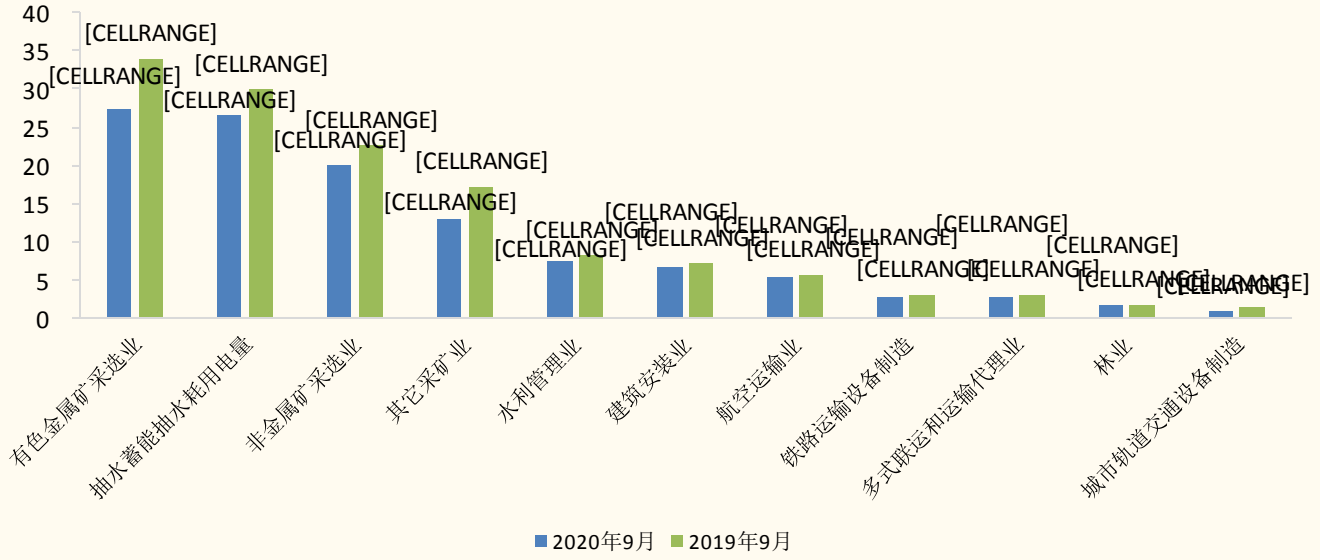
图表 41：2020 年 9 月用电量增速前十名行业用电量对比2019 年 9 月用电量（亿千瓦时）（柱状图数值为当月用电量，标签数值为当月用电量增速）



来源：中电联，wind，国金证券研究所 注：柱状图数值为当月用电量，标签数值为当月用电量增速

- **细分行业用电增速排名后十稍有变化，集中于矿产、水利及交运领域。**9 月用电量同比增速后十行业与 8 月相比也有一些变化，燃料和金属设移除后十名，新增了水利相关的子行业。交运板块整体低迷，四个交运的子行业都进入了增速后十名。矿产相关子行业持续处于增速后十名，为制造板块中景气度不高的行业。

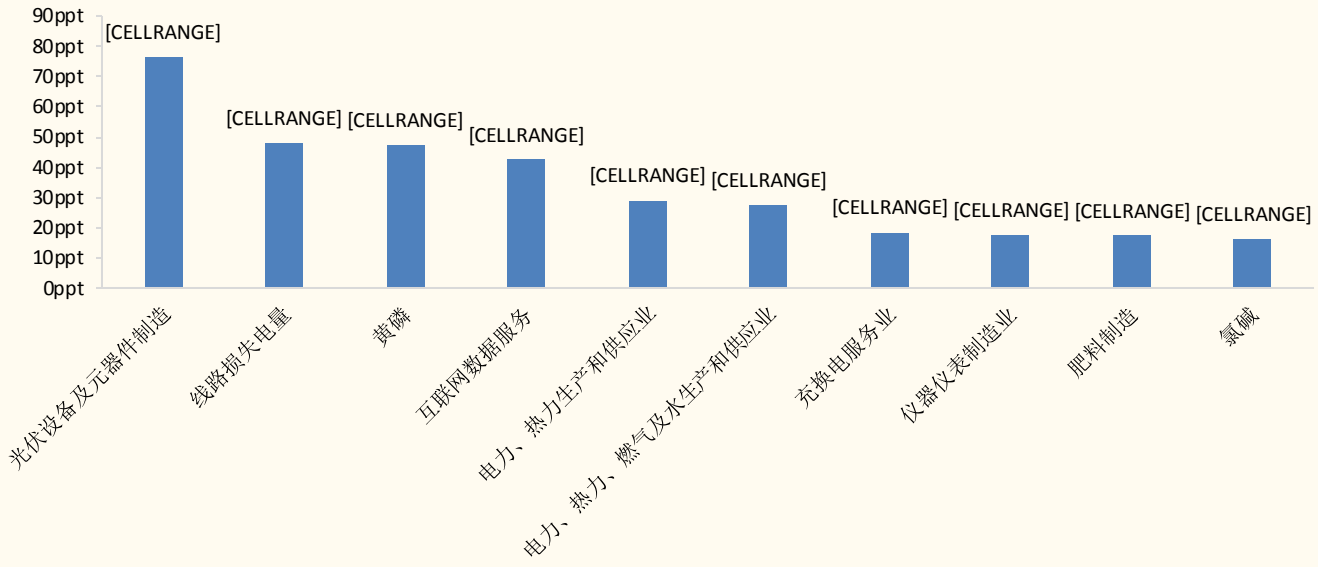
图表 42：2020 年 9 月用电量增速后十名行业用电量对比2019 年 9 月用电量（亿千瓦时）（柱状图数值为当月用电量，标签数值为当月用电量增速）



来源：中电联，wind，国金证券研究所

- **新能源相关行业用电增幅环比持续增加。**我们采用 9 月用电增速相比 8 月变化差值数据，观察复工复产改善情况。新能源相关的风光设备增速变化最大，再次印证了该行业的高景气度。本月增速变化前十中没有 TMT 的子行业，反映出线上经济的降温。上月处于增速后十名的燃气、金属设备、地质勘查本次也成为增速变化前十的行业。教育行业由于九月份学校开学而增幅较大，铁路设备则可能是 8 月铁路运输业增长的带动。此外中成药生产、航天设备也进入了增速变化的前十名。

图表 43：2020 年 9 月相比 2020 年 8 月用电增速变化前十行业
（柱状图数值为用电增速变化差值，标签数值为当月用电量增速）



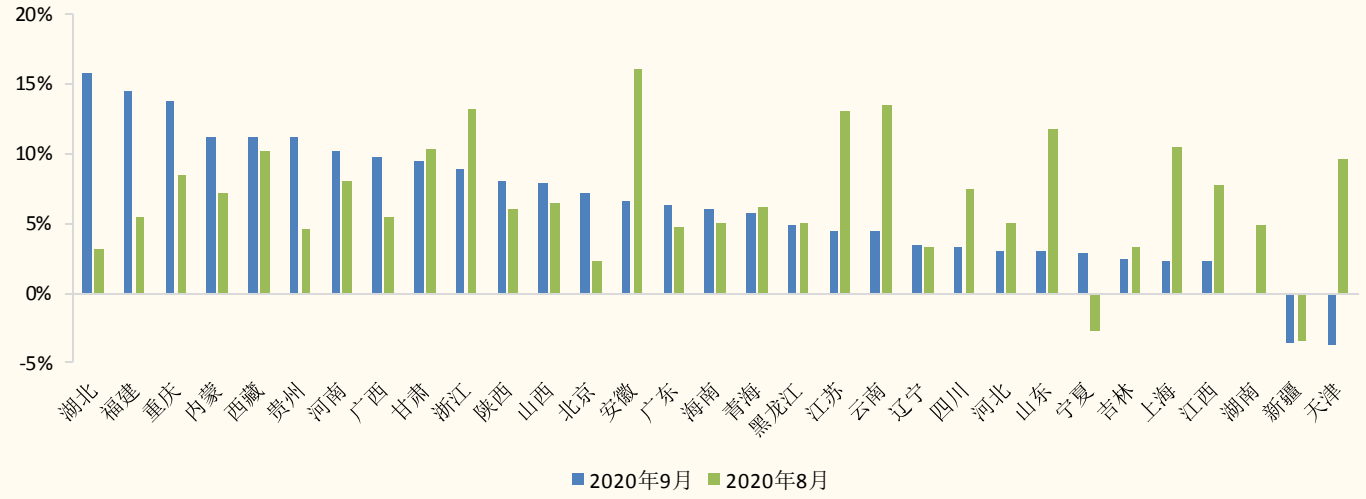
来源：中电联，wind，国金证券研究所

- **降温后用电量有所下降，10 月预计全社会用电增速约 5%，累积用电增速提高。**10 月整体气温进一步下降，预计 10 月全社会用电增速约为 5%，全社会累计用电量在 9 月已经实现正增长，预计 10 月同比增幅将扩大。第一、二产业增速趋缓；十一长假或将拉动三产用电增速；10 月我国多个城市气温降幅较大，预计居民用电增速低于今年 9 月。
- 从六大板块角度，由于线下经济的复苏，预计 10 月 TMT 板块仍然保持高速增长但增速可能低于 9 月；地产周期板块下月可能保持平稳趋势；能源、制造板块维持现有增速企稳；消费板块进入恢复末期，维持平稳增长状态；交运板块在恢复去年同期水平后预计步入正轨，将稳步正增长。

中西部省份领涨全国，三大用电省份增速下滑

- 2020 年 9 月，在全国范围内，绝大多数省份用电量实现正增长，中西部地区以及个别东部省份领涨。8 月增速抢眼的江浙沪皖 9 月下降显著，增速排在中后位置。上月增速排名靠后的湖北、贵州本月都进入了前五名，内蒙、重庆、西藏等中西部省份的增速也非常显著。9 月用电增速有三个省份为负值，分别是湖南、新疆、天津，其中新疆连续两个月增速为负。7-8 连续两月用电负增长的宁夏则在 9 月恢复正增长。四大用电省份的增速除广东外均有回落，其中江苏和山东的增速排名较为靠后。

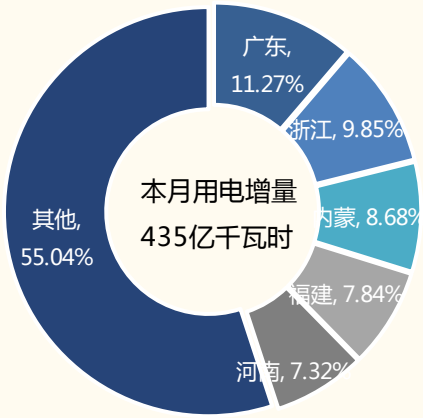
图表 44：全国各省用电量增速情况



来源：中电联，wind，国金证券研究所

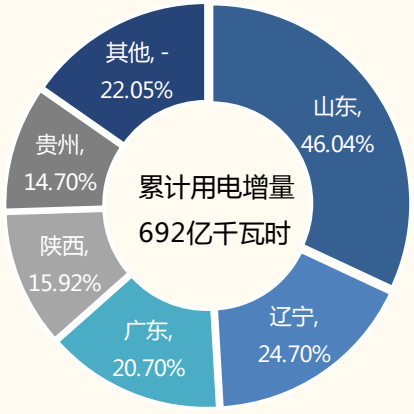
- **广东、浙江合计贡献了 20%用电增量，内蒙、福建、河南本月表现亮眼。**2020 年 9 月全国各省用电增量贡献率前五省份分别为广东、浙江、内蒙、福建、河南。本月我国四大用电省份用电新增贡献率排名最高为广东，新增贡献率 11.27%，排全国第一位。1-9 月全国各省累计用电增量贡献率前五省份分别为山东、辽宁、广东、陕西、贵州，包括了用电大省与疫情期间受影响较小省份。四大用电省份对比看，四省份用电增速均已恢复正值，但相较于 8 月下降较为明显，江苏和山东在全国排名靠后。

图表 45：9 月全国各省当月用电增量贡献率



来源：中电联，wind，国金证券研究所

图表 46：2020 年 1-9 月全国各省累计用电增量承担率



来源：中电联，wind，国金证券研究所

风险提示

- 新冠疫情影响超出预期；
- 电价超预期下降；
- 主要水系来水不及预期；
- 煤价下跌不及预期。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

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 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH