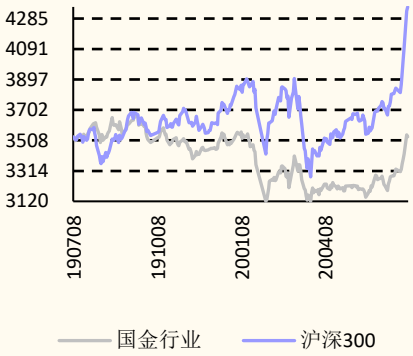
资源与环境研究中心

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	3532
沪深 300 指数	4698
上证指数	3345
深证成指	13164
中小板综指	12170



相关报告

1.《温升水少火电增长，煤价短涨有望利润翻倍-电力行业点评》，2020.6.17

2.《用电量看经济：基建复苏，三产回暖中-电力行业深度》，2020.6.10

3.《服务业受疫情影响最大，TMT 新能源强劲增长-电力行业 3 月月报》，2020.4.27

4.《用电量接近去年同期，赶工增长为时不远？-电力行业专题》，2020.4.20

5.《累计用电同比下降 8%，TMT 板块增长亮眼-电力行业 2 月月报》，2020.3.29

杜旷舟 联系人 dukz@gjzq.com.cn

李蓉 联系人 lirong@gjzq.com.cn

用电量看经济：三产增长，消费恢复

行业观点

- **月度用电量连续正增长，三产增速由负转正。**5 月全社会用电量 5926 亿千瓦时，同比增长 4.16%，尽管增速比去年同期下滑 11.3 个百分点，但较 4 月同比增速上升 4.2 个百分点。作为复工复产的关键时期，5 月用电量增速连续为正并扩大，二、三产业与居民的用电量增速分别为 2.9%，3.6%和 15%。二产和居民成为拉动用电量增长的主要动力，对全社会用电新增贡献率达到 45.2%和 39.6%。由于全国大部分地区已经解除封锁，三产也终于恢复正增长，从 4 月的-7.8%大幅增长到 5 月的 3.6%。
- **制造、地产周期板块强劲复苏，消费板块终于恢复去年同期水平。**六大板块中 TMT 增速继续领涨，能源板块增速略超 5 年平均，地产板块持续稳步增长，接近前五年平均水平达 2.89%，5 月赶工带动制造板块用电量增速由负转正至 4.51%。随着人们经济生活的正常化，消费板块用电量终于在 5 月恢复至去年同期水平，用电增速达到 0.50%。目前仅有交运板块用电量仍为负增长状态，但降幅相比 4 月继续大幅缩减。
- **六大板块复工进展依次为：TMT>能源≈制造>地产周期>消费>交运。**综合考虑 5 月日均用电量同比与环比的变化，5 月消费板块用电情况显著好转，日均用电量同比增速达到去年同期水平，环比增速高达 6.0%，充分说明 5 月经济秩序正在快速恢复。TMT 继续领涨，同比增速超过 30%，环比相对稳定。制造板块用电量环比小幅增长，同比稳健增长，说明已经基本恢复正常生产，且有赶工态势。地产周期板块用电量环比增速达到 6.0%，充分说明基建对用电量拉动作用。交运增速同比仍然为负，但环比仍在缓慢回升。
- **TMT 和高端制造相关行业保持强劲增长，个别消费制造细分行业环比增速改善显著。**71 个细分行业中，共有 50 个行业用电量同比实现正增长。与行业景气匹配，TMT 板块的主要细分行业、新能源车相关的稀有稀土金属冶炼、充换电服务业，以及受赶工影响的光伏设备及原件制造、风能原动设备制造行业用电量高速增长。教育、采矿、交运、线下消费等相关产业生产秩序正处于快速恢复中。
- **高温叠加社会秩序恢复，6 月预计第三产业用电量增速有望扩大。**预计 6 月全社会用电增约为 5%，第一产业将快速恢复。第二产业由于赶工将持续实现正向持续增长；消费反弹将到来拉动三产用电增速继续走高；我国大部分重点城市气温较上年偏高，预计居民用电增速有望超过 5 月增幅。
- **分省看南方省份领涨全国，四大用电省已基本全面恢复。**全国范围内，绝大多数省份用电量实现正增长。四大用电省份增速全面转正，尤其广东增速已经达到 10%。全国只剩下少数地区用电增速仍在负增长。

投资建议

- 建议短期关注火电板块机会，尤其煤价弹性大、边际变化显著的个股，如**华电国际、建投能源**；建议中长期关注高股息率、分红稳定的个股，如**浙能电力、建投能源、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

月度用电量连续正增长，三产增速由负转正 4
制造、地产周期板块强劲复苏，消费板块终于恢复去年同期水平 5
电动汽车与风光发电生产相关景气度大增，流动受限交运行业仍低迷 13
分省看南方省份领涨全国，以广东为首四大用电省正在全面恢复 15
风险提示 16

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 3：5 月一二三产和居民用电增速 4
图表 4：5 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 5 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 板块用电量增长可观 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开始企稳 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 23：2020Q1 石油和天然气开采产能利用率独占鳌头 8
图表 24：地产周期板块用电量增速由负转正 9
图表 25：地产周期板块子行业用电量月度增速 9
图表 26：地产周期板块子行业用电量占比和新增贡献率 10
图表 27：地产周期板块子行业日均用电量同比、环比增速 10
图表 28：制造板块用电增速基本恢复 10
图表 29：制造板块子行业日均用电量同比、环比增速 10
图表 30：制造板块部分子行业用电量月度增速 11

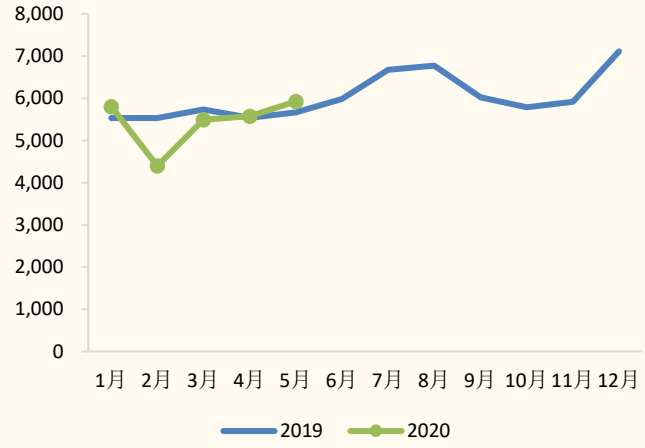
图表 31：制造板块低增速子行业用电量月度增速 11
图表 32：制造板块子行业用电量占比 11
图表 33：制造板块子行业减少承担率 11
图表 34：消费板块用电量降幅缩窄 11
图表 35：消费板块子行业用电量月度增速 11
图表 36：消费板块子行业用电量占比和新增贡献率 12
图表 37：消费板块子行业日均用电量同比、环比增速 12
图表 38：交运板块月度用电量降幅略有缩窄 12
图表 39：交运板块子行业用电量月度增速 12
图表 40：交运板块子行业用电量占比和缩水贡献率 12
图表 41：交运板块子行业日均用电量同比、环比增速 12
图表 42：2020 年 5 月用电量增速前十名行业用电量对比 2019 年 5 月用电量（亿千瓦时） 13
图表 43：2020 年 5 月用电量增速后十名行业用电量对比 2019 年 5 月用电量（亿千瓦时） 14
图表 44：2020 年 5 月相比 2020 年 4 月用电增速变化前十行业 14
图表 45：预计 6 月全社会用电量增速约 5% 15
图表 46：全国各省用电量增速情况（%） 15
图表 47：5 月全国各省当月用电增量贡献率 16
图表 48：2020 年 1-5 月全国各省累计用电减量承担率 16

■ 作为贴近实体经济发展的一项重要指标，用电量是观察经济运行的先行指数，一直以来被称作经济的晴雨表，用电量稳经济才稳。2020 年 5 月，全社会用电量同比增长 4.16%，今年以来连续两月正增长，释放出经济社会发展正加快恢复的明显信号，我们通过对六大类 71 个细分行业的四五月用电量分析疫情后各行业复苏的轨迹，并预测短期主要行业的用电发展趋势。

月度用电量连续正增长，三产增速由负转正

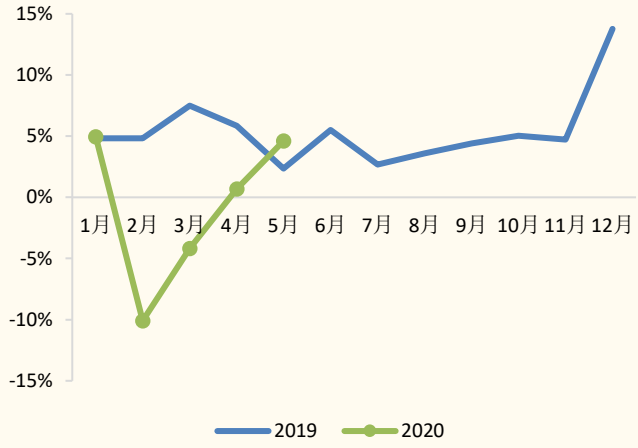
■ **2020 年连续月度正增长，三产显著恢复，二产与居民拉动用电。**5 月，全社会用电量 5926 亿千瓦时，同比增长 4.16%，尽管增速比去年同期下滑 11.3 个百分点，但较 4 月同比增速上升 4.2 个百分点。作为复工复产的关键时期，5 月用电量增速连续为正并扩大，二、三产业与居民的用电量增速分别为 2.9%，3.6%和 15.0%。二产和居民成为拉动用电量增长的主要动力，对全社会用电新增贡献率达到 45.2%和 39.6%。由于全国大部分地区已经解除封锁尤其线下经济活动恢复，三产也终于恢复正增长，从 4 月的-7.8%大幅增长到 5 月的 3.6%。

图表 1：2019、2020 年分月全社会用电量（亿千瓦时）



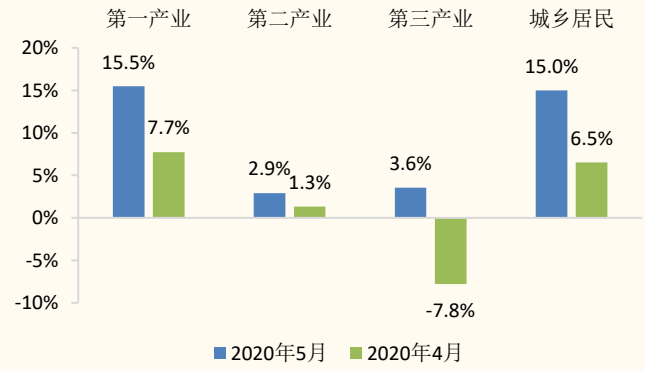
来源：中电联，国金证券研究所

图表 2：2019、2020 年分月全社会用电量增速



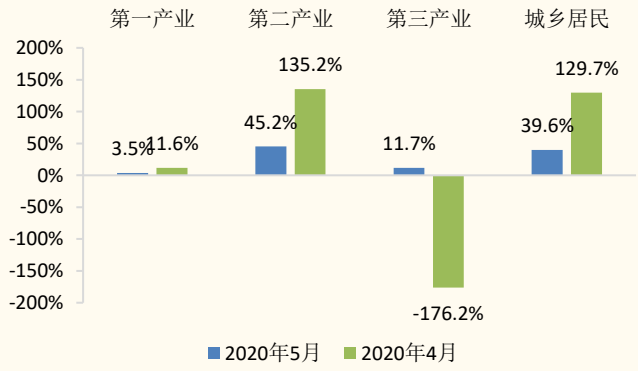
来源：中电联，国金证券研究所

图表 3：5 月一二三产和居民用电增速



来源：中电联，国金证券研究所

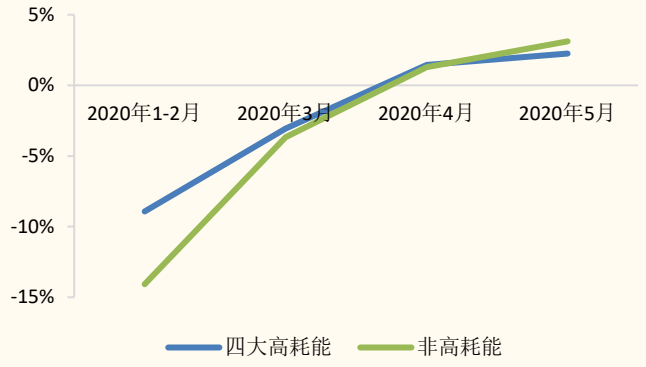
图表 4：5 月一二三产和居民用电新增贡献率



来源：中电联，国金证券研究所

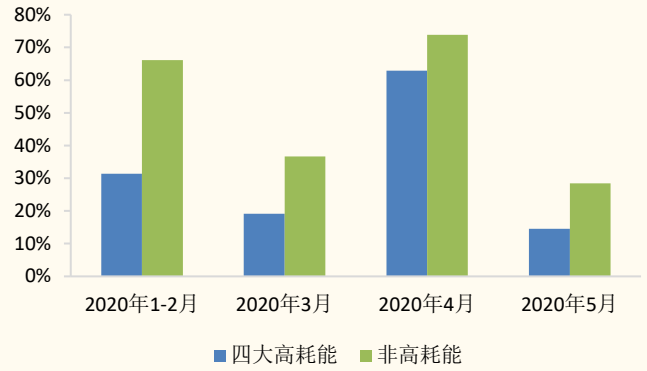
■ **工业生产全面恢复，高耗能与非高耗能用电增速进一步扩大。**进入 4 月，与基建相关的高耗能和与制造业相关非高耗能用电增速从 Q1 的负增速同步转正。5 月，高耗能和非高耗能用电量增速持续扩大。其新增贡献率有所降低主要是由于三产和居民用电也快速恢复导致。反映了我国生产秩序的稳健恢复。

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



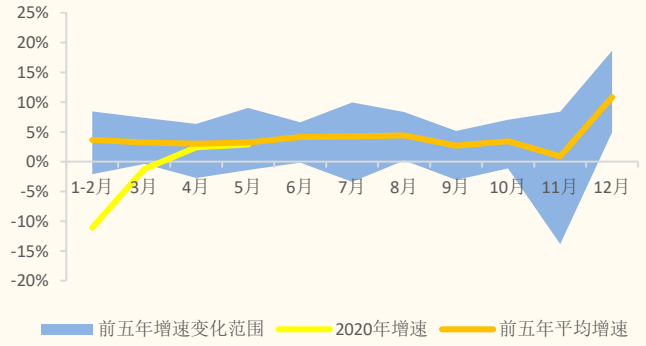
来源：中电联，国金证券研究所

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

制造、地产周期板块强劲复苏，消费板块终于恢复去年同期水平

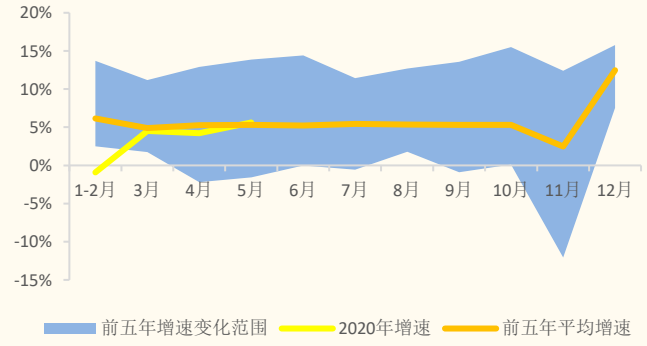
- **制造、地产周期板块用电增速持续扩大，消费板块用电终于恢复去年同期水平。**5 月，六大板块中 TMT 增速继续领涨，能源板块增速略超 5 年平均，地产板块持续稳步增长，接近前五年平均水平达 2.89%，5 月赶工带动制造板块用电量增速由负转正至 4.51%。随着人们经济生活的正常化，消费板块用电量终于在 5 月恢复至去年同期水平，用电增速达到 0.50%。目前仅有交运板块用电量仍为负增长状态，但降幅相比 4 月继续大幅缩减。

图表 7：地产周期板块用电量同比增速与历史增速对比



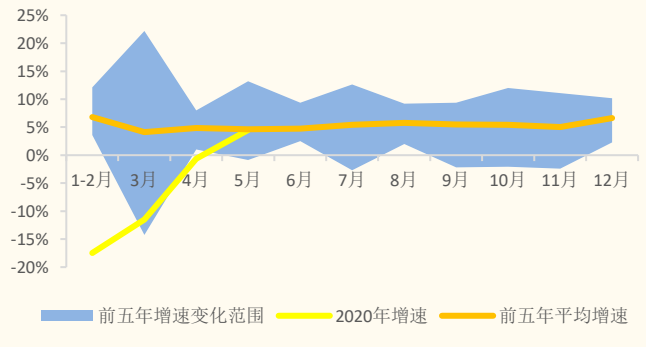
来源：中电联，国金证券研究所

图表 8：能源板块用电量同比增速与历史增速对比

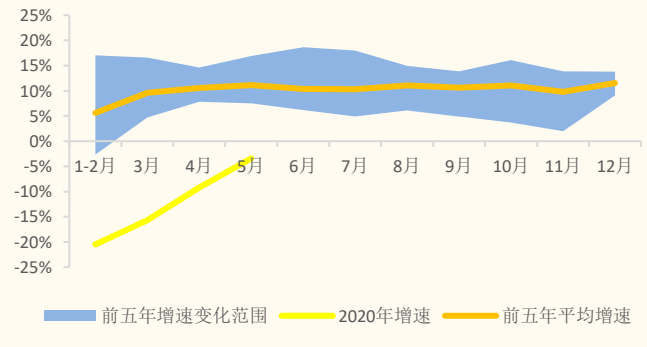


来源：中电联，国金证券研究所

图表 9：制造板块用电量同比增速与历史增速对比



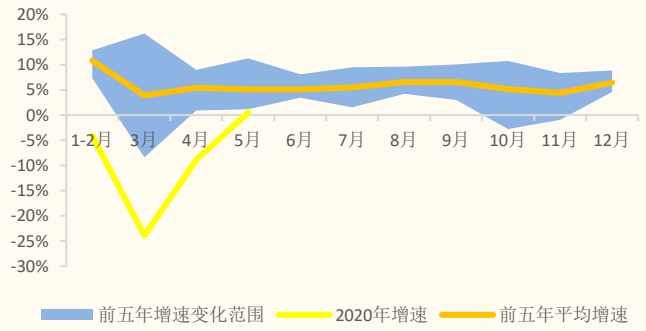
图表 10：交运板块用电量同比增速与历史增速对比



来源：中电联，国金证券研究所

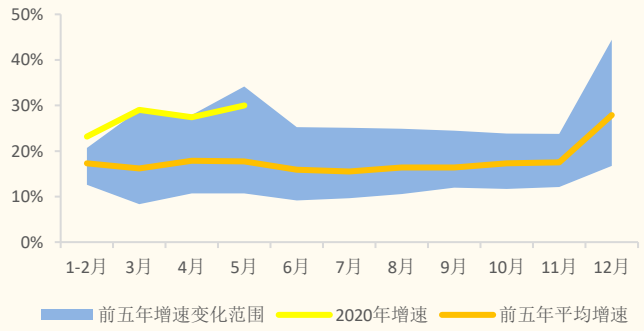
来源：中电联，国金证券研究所

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

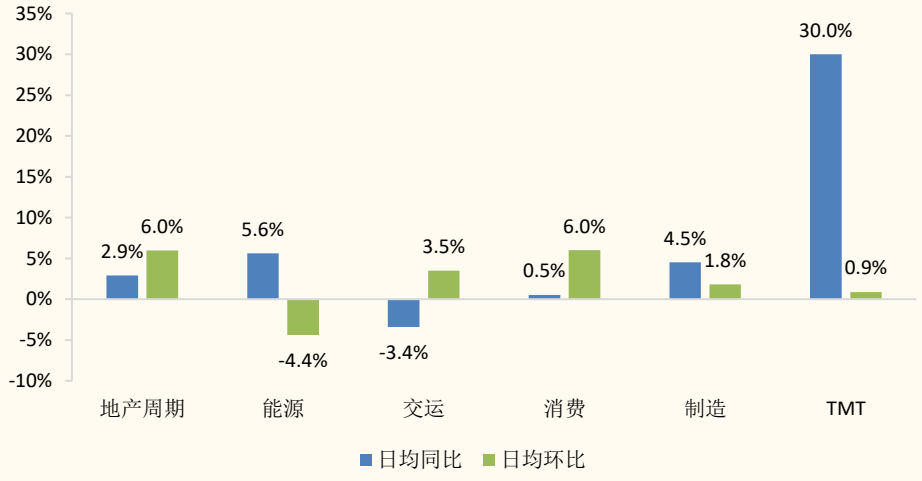
图表 13：六大板块 5 月同比增速与对应历史月度增速

		地产周期	能源	制造	交运	消费	TMT
本月同比		2.89%	5.62%	4.51%	-3.41%	0.50%	30.00%
历史同比	2015 年	-1.40%	3.79%	1.08%	8.00%	5.95%	16.77%
	2016 年	3.80%	-1.55%	4.14%	7.52%	1.63%	13.94%
	2017 年	2.97%	7.91%	6.12%	16.94%	5.76%	13.19%
	2018 年	9.01%	13.88%	13.22%	15.81%	11.26%	34.14%
	2019 年	2.01%	3.23%	-0.87%	7.80%	1.19%	10.67%

来源：中电联，国金证券研究所

- **地产周期与制造业复产力度大，线上经济发展可持续。**综合考虑 5 月日均用电量同比与环比的变化，5 月消费板块用电情况显著好转，日均用电量同比增速达到去年同期水平，环比增速高达 6.0%，充分说明 5 月经济秩序正在快速恢复。TMT 继续领涨，同比增速超过 30%，环比相对稳定。制造板块用电量环比小幅增长，同比稳健增长，说明已经基本恢复正常生产，且有赶工态势。地产周期板块用电量环比增速达到 6.0%，充分说明基建对用电量拉动作用。交运增速同比仍然为负，但环比仍在缓慢回升。总体而言，六大板块复工进展依次为：TMT>能源≈制造>地产周期>消费>交运。

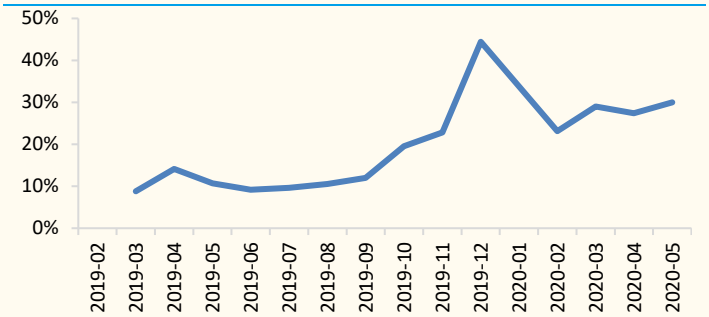
图表 14：六大板块日均用电量同比、环比增速



来源：中电联，国金证券研究所

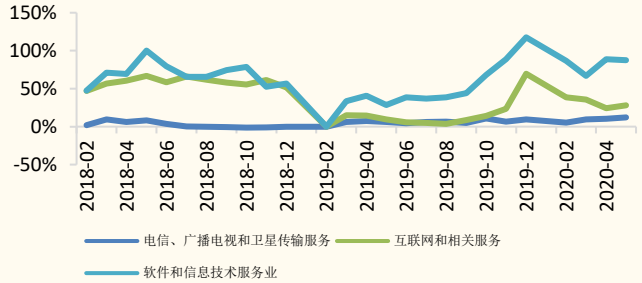
- **线上经济延续繁荣，软件和信息技术服务业拉动 TMT 增长。**TMT 板块用电量 5 月仍延续自 2019 年四季度开始的大幅增长，同比增速 94.4%，1-5 月累计增速 27.3%。细分子行业中，软件和信息技术服务业虽然用电量占比最低，但是同比和环比增速都是最高，新增贡献率超过 47%，说明该行业不仅在疫情过后快速恢复，并已经在原来基础上实现了可观增长，是 TMT 板块增长的主要拉动力量。互联网和相关服务则次之，电新、广播电视和卫星传输服务虽然用电量占比最大，但是用电增速和新增贡献率已经乏力。这充分表明疫情带来的线上经济以及人们生活习惯的改变。

图表 15：TMT 板块用电量增长可观



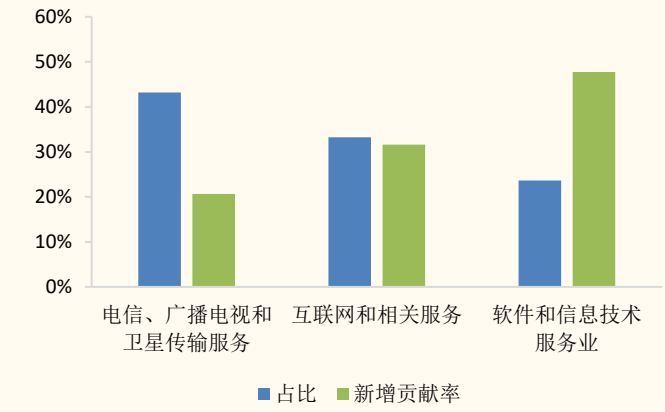
来源：中电联，国金证券研究所

图表 16：TMT 板块子行业用电量月度增速



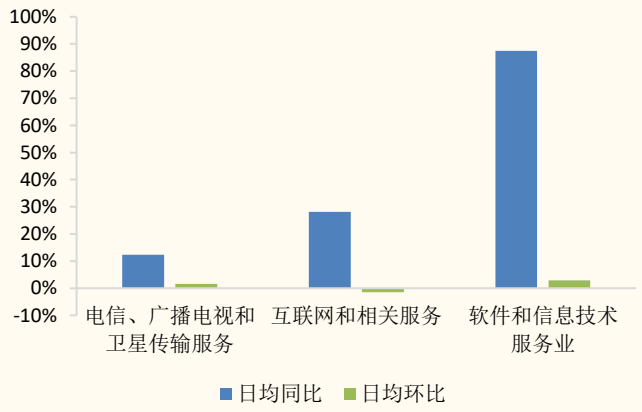
来源：中电联，国金证券研究所

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

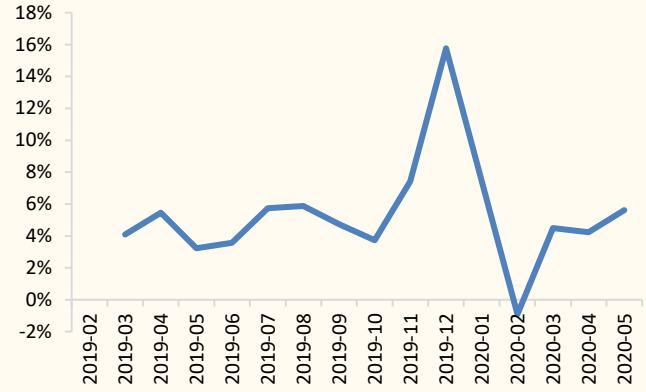
图表 18：TMT 板块子行业日均用电量同比、环比增速



来源：中电联，国金证券研究所

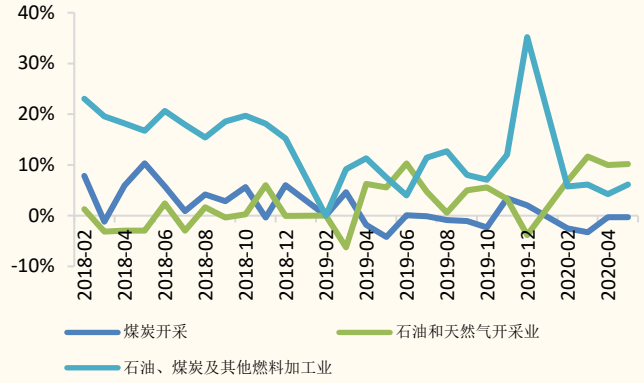
- **石油天然气开采高增，煤炭开采维持低迷状态。**能源板块月度用电量增速 3 月反弹 4 月企稳，5 月继续增长。能源板块增速虽然不如 TMT 板块乐观，但是依然表现出较好的韧性。子行业石油、煤炭及其他燃料加工业受疫情冲击 2 月和 3 月用电增速大幅回落，但石油和天然气开采业受当年增产计划与开支加大的影响，用电量 2020 年后快速上升，其新增贡献率也显著高于用电量占比。2020Q1 石油和天然气开采业的产能利用率在工业产能利用率中独占鳌头高达 90%，可以预见 2020 年国产石油和天然气产量将有所上升。煤炭开采行业则在疫情后期逐步复工，尽管煤炭产能在 2019 年大幅提升，但煤炭开采行业用电增速和新增贡献率均为负，表明需求低迷与价格疲软一定程度上降低了煤炭开采积极性。

图表 19：能源板块月度用电量增速开始企稳



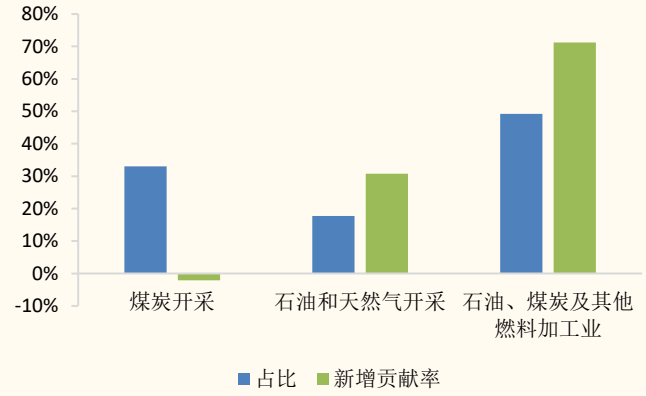
来源：中电联，国金证券研究所

图表 20：能源板块子行业用电量月度增速



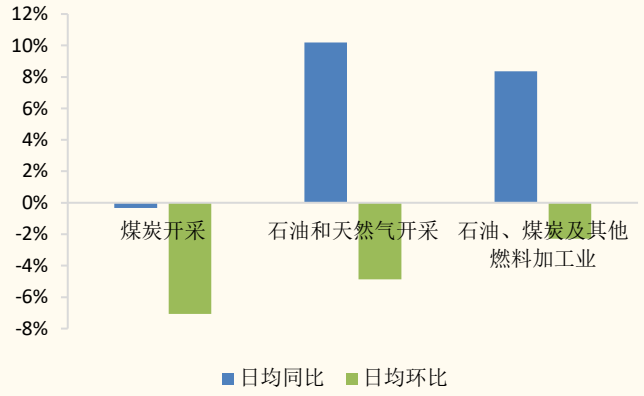
来源：中电联，国金证券研究所

图表 21：能源板块子行业用电量占比和新增贡献率



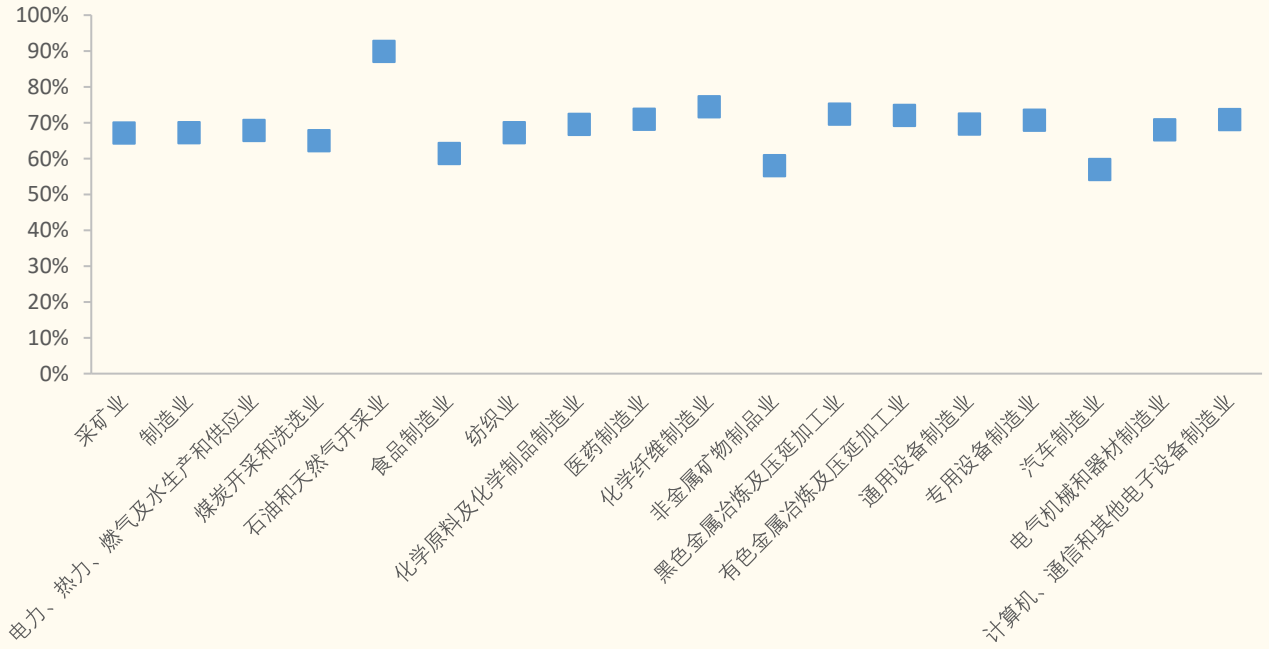
来源：中电联，国金证券研究所

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

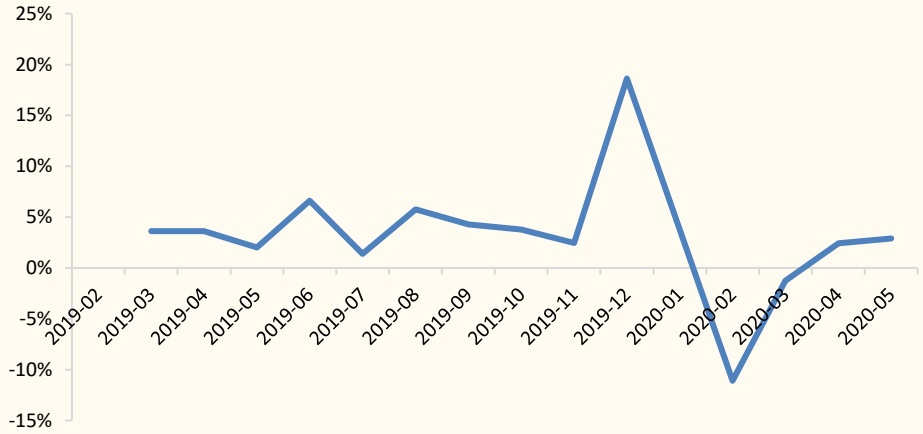
图表 23：2020Q1 石油和天然气开采产能利用率独占鳌头



来源：中电联，国金证券研究所

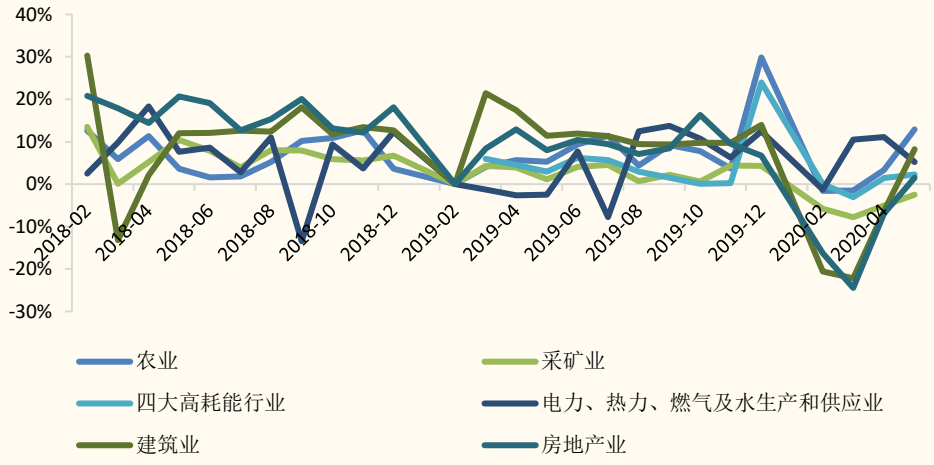
- **公共事业韧性十足，基建行业快速恢复中。**地产周期 5 月用电量增速 2.89%连续正增长，略超去年同期水平。细分子行业中，四大高耗能和电力、热力、燃气及水生产和供应行业占据用电量大头，分别为 59.3%，26.9%；且起到主要的拉动新增用电作用，二者新增贡献率粉分别为 46%、37%。建筑业、房地产业用电增速由负转正，新增贡献率分别达到 8%、2%，充分验证显示基建回暖趋势。

图表 24：地产周期板块用电量增速由负转正



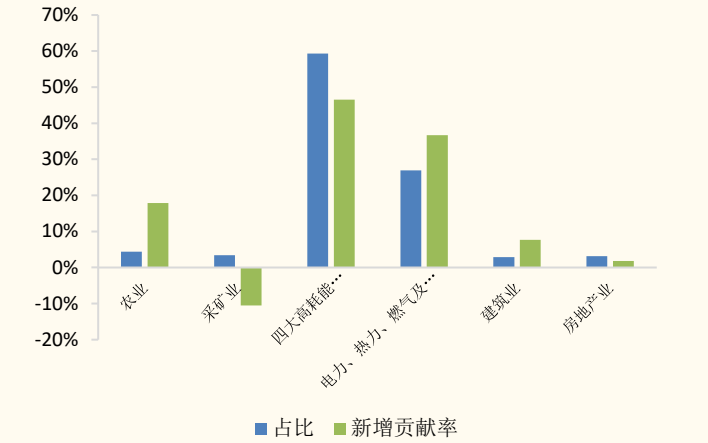
来源：中电联，国金证券研究所

图表 25：地产周期板块子行业用电量月度增速



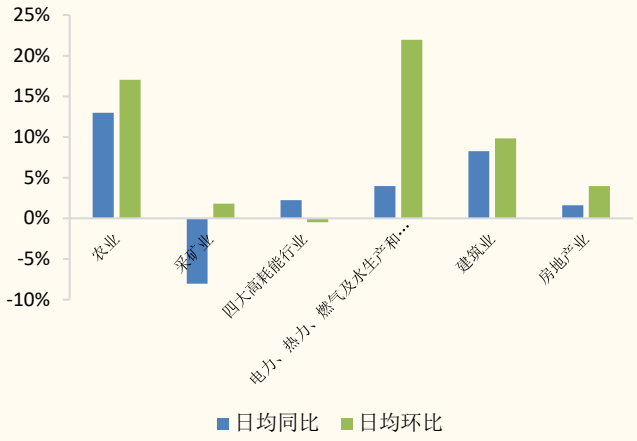
来源：中电联，国金证券研究所

图表 26：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

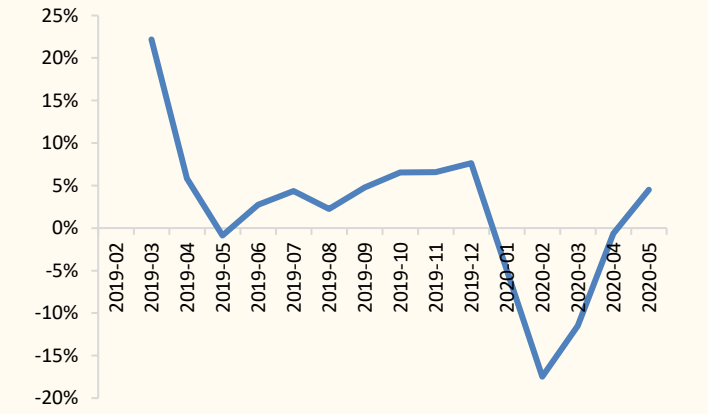
图表 27：地产周期板块子行业日均用电量同比、环比增速



来源：中电联，国金证券研究所

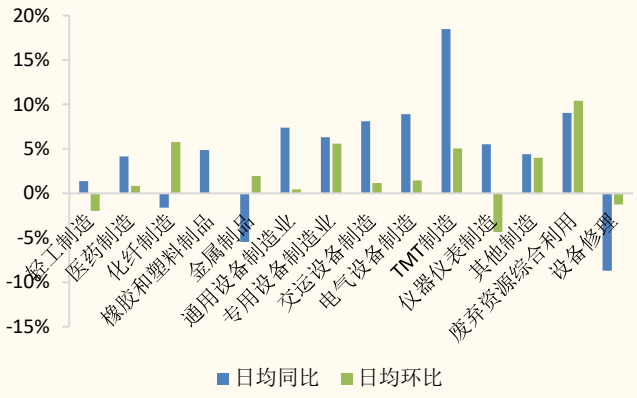
- **制造整体基本恢复，TMT 板块增长拉动上游制造行业。**制造板块 5 月用电增速 4.51%，表明行业生产已超过去年同期水平，各子行业整体日均用电量环比增速较高，行业已基本恢复。得益于板块下游成长的高景气度，TMT 制造用电增速达 18%，贡献率达 55.87%。通用设备，交运设备，电气设备逐步回暖，贡献率均在 13%左右，这与我国基建拉动经济直接相关。
- **疫情影响全球经济，出口依赖行业增长受限。**在疫情这一最大基本面下，我国经济增长重点正由出口转向内需。与出口相关性高的行业，如化纤制造、轻工制造等制造子行业，日均用电量同比和环比增速都受到一定压制。而 TMT 制造、电气设备制造等内需拉动子行业，不仅实现了较高的日均用电量环比增速，而且实现了较高的同比增速。

图表 28：制造板块用电增速基本恢复



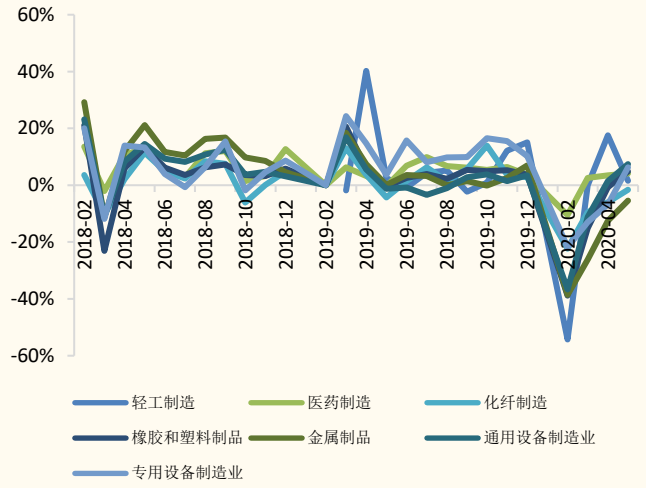
来源：中电联，国金证券研究所

图表 29：制造板块子行业日均用电量同比、环比增速



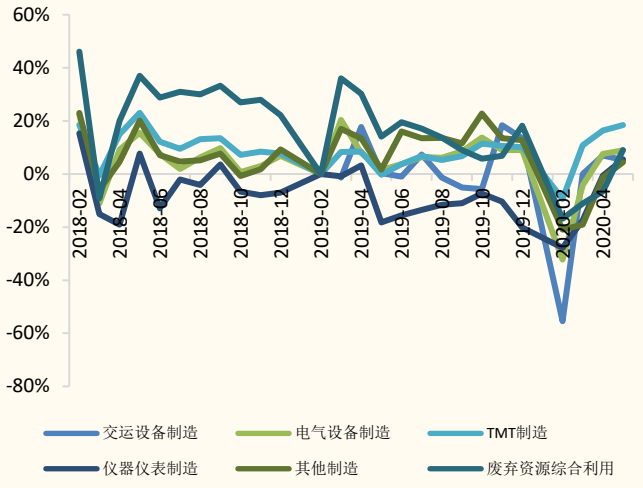
来源：中电联，国金证券研究所

图表 30：制造板块部分子行业用电量月度增速



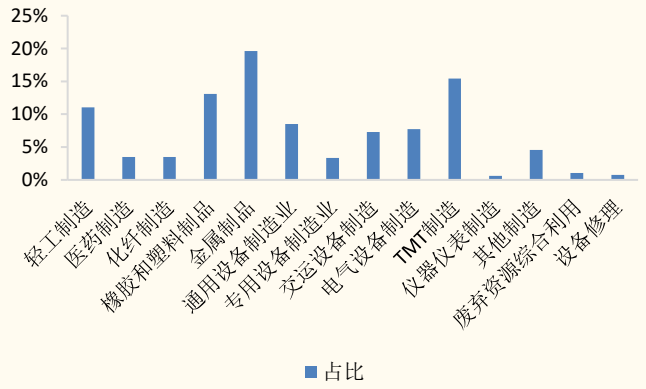
来源：中电联，国金证券研究所

图表 31：制造板块低增速子行业用电量月度增速



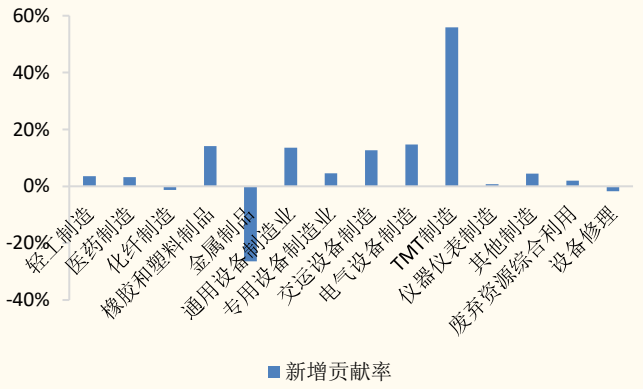
来源：中电联，国金证券研究所

图表 32：制造板块子行业用电量占比



来源：中电联，国金证券研究所

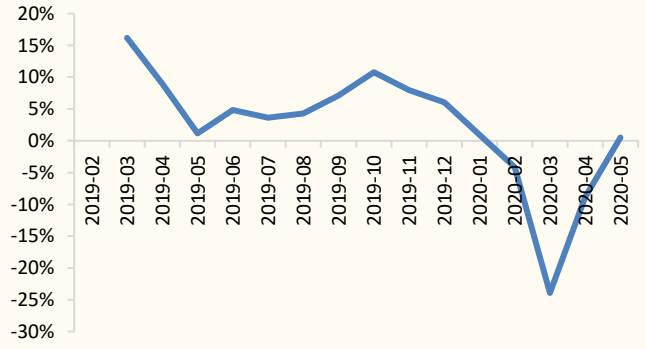
图表 33：制造板块子行业减少承担率



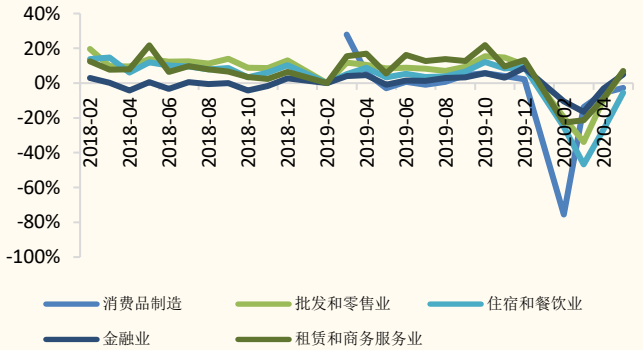
来源：中电联，国金证券研究所

■ **消费板块百废俱兴，线下复苏指日可待。**5 月，消费板块用电量增速已经由负转正。从子行业细分角度看，除消费品制造和住宿餐饮业仍然为负，其他个行业增速全都转正，住宿和餐饮业下滑幅度快速缩窄，由 4 月的-27%增长到-6%，可预见在 6 月将会转正。随着多地由二级响应降到三级响应，批发和零售业迅速恢复，新增贡献率占据绝对主力，住宿和餐饮业也有可观的环比增速。充分说明人们的线下消费行为正在快速增加，我们预计到 Q2 末期消费板块将实现复苏。

图表 34：消费板块用电量降幅缩窄



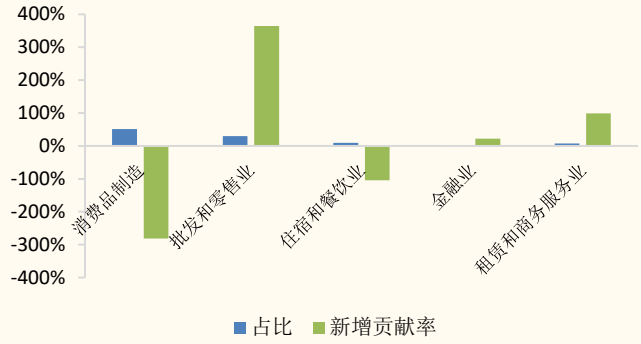
图表 35：消费板块子行业用电量月度增速



来源：中电联，国金证券研究所

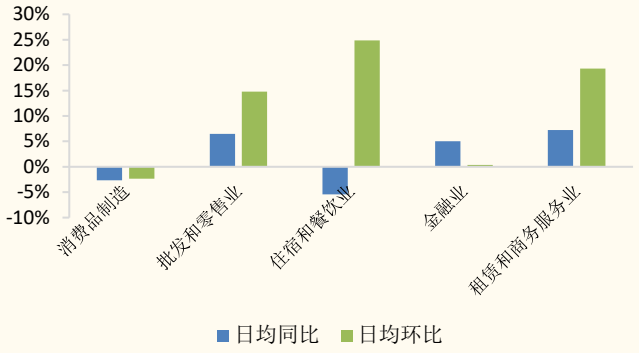
来源：中电联，国金证券研究所

图表 36：消费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

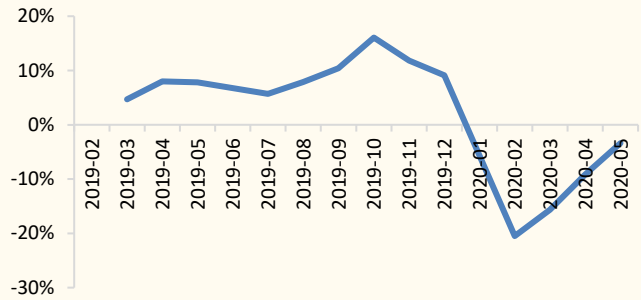
图表 37：消费板块子行业日均用电量同比、环比增速



来源：中电联，国金证券研究所

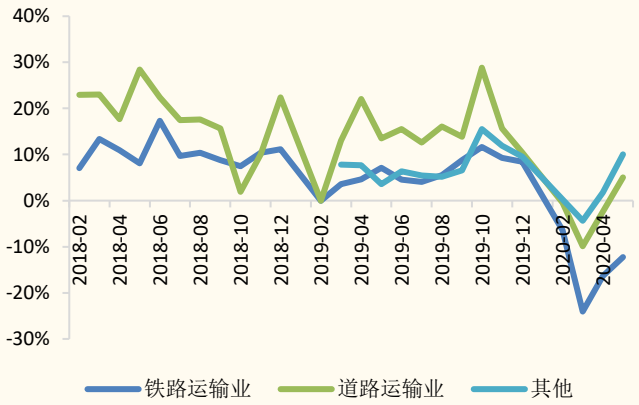
■ **疫情影响物流，运输行业恢复尚需时日。**5 月交运板块虽然用电增速为六大板块最低，但相比 4 月下滑幅度已经从 9.2%继续缩窄至 3.4%。受到隔离以及隔离结束后人们减少出行行为最直接的影响（其中铁路运输尤甚），下滑幅度缩窄但尚未转正。铁路运输业仍然为负增长，道路运输和其他运输已经正增长。6 月交运板块总体增速有望转正。

图表 38：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

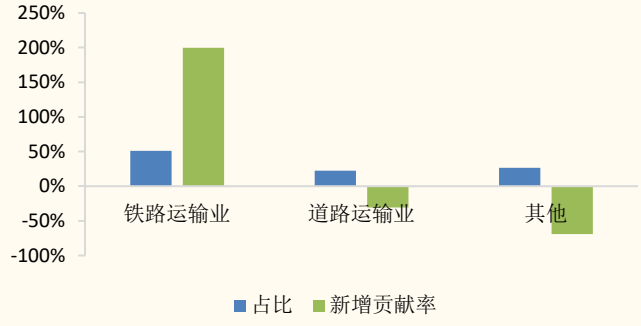
图表 39：交运板块子行业用电量月度增速



来源：中电联，国金证券研究所

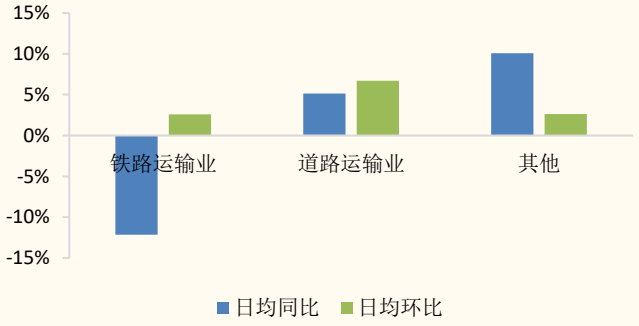
注：交运细分子行业“其他”类目 2020 年 2 月用电增速数据缺失

图表 40：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 41：交运板块子行业日均用电量同比、环比增速

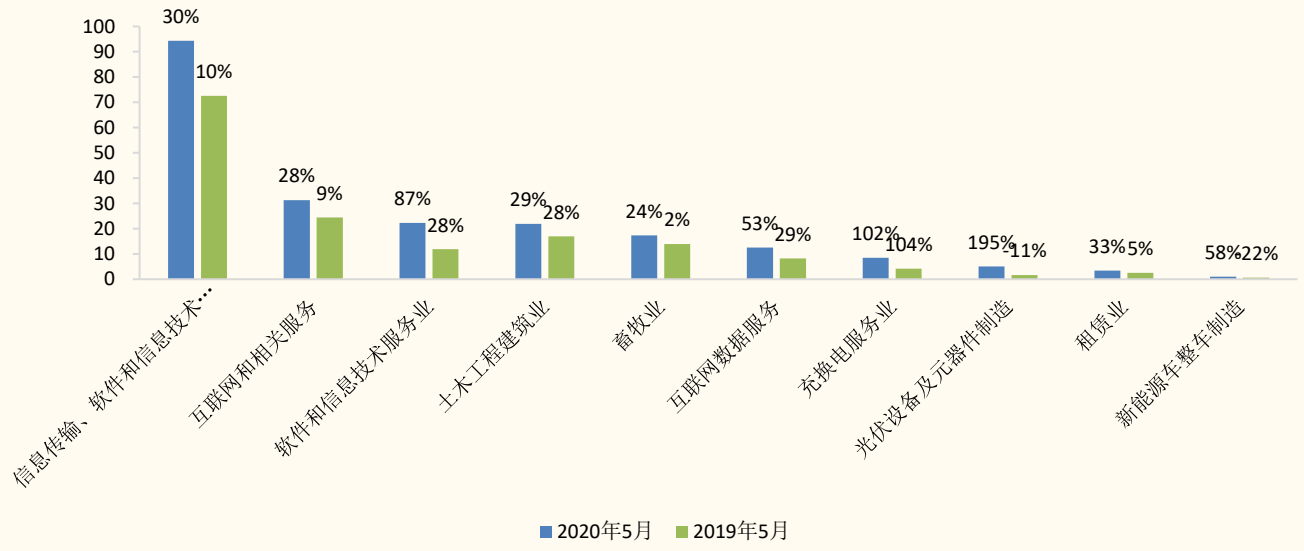


来源：中电联，国金证券研究所

电动汽车与风光发电生产相关景气度大增，流动受限交运行业仍低迷

- **用电量反映行业景气度，TMT、电动汽车、风光设备制造生产领涨。**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 50 个行业用电量同比实现正增长。光伏设备及原件制造、风能原动设备制造行业用电量同比高速增长（分别为 195%和 94%）则是因为全行业抢装赶工追赶进度。充换电服务业增长 103%意味着电动车行业快速发展。在增速前十的子行业中，TMT 板块的主要细分行业信息传输软件和信息技术服务业、互联网和相关服务、软件和信息技术服务业、互联网数据服务皆榜上有名，反映了该行业的高景气度。土木工程建筑业在 5 月增速达到 29%，意味着房地产行业的恢复。

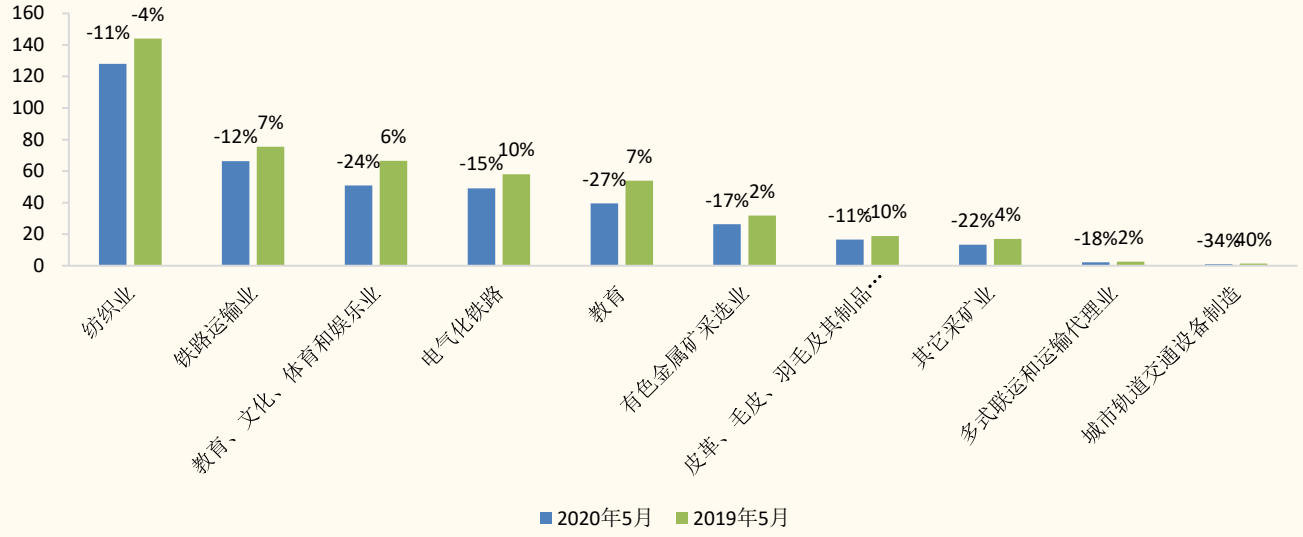
图表 42：2020 年 5 月用电量增速前十名行业用电量对比 2019 年 5 月用电量（亿千瓦时）
（柱状图数值为当月用电量，标签数值为当月用电量增速）



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

- 5 月用电量同比增速后十行业服务业和制造业各半，进入后十位的制造业行业用电量下滑主要是因为交运行业需求不佳连带相关细分制造业用电量下滑、以及出口萎缩造成；进入后十位的服务业行业则主要是教育相关行业尚未完全恢复正常。

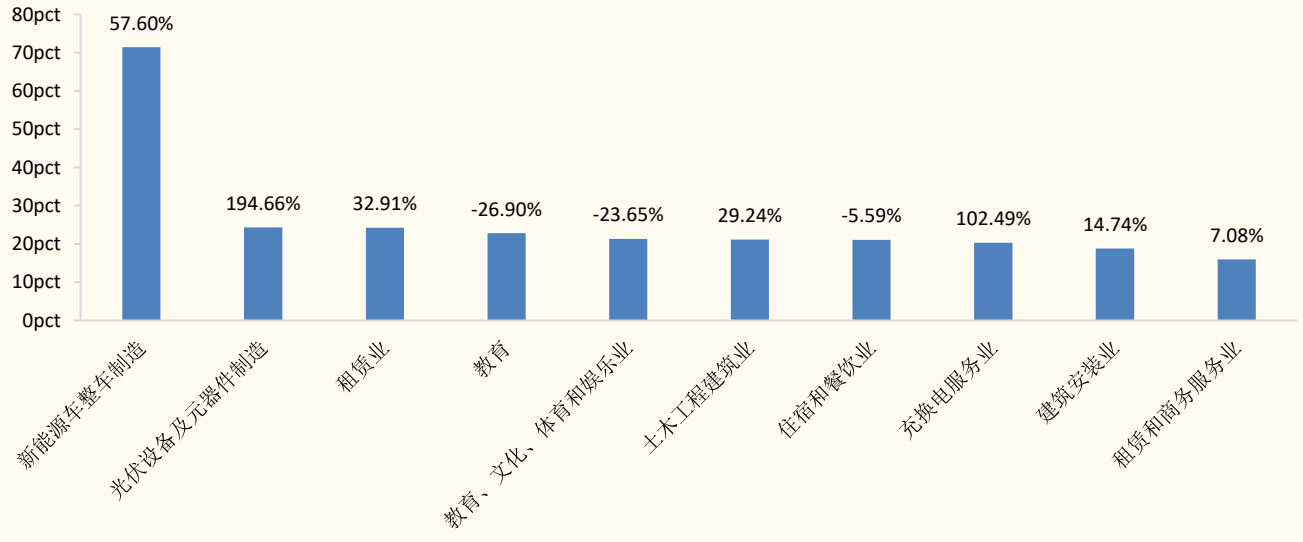
图表 43：2020 年 5 月用电量增速后十名行业用电量对比 2019 年 5 月用电量（亿千瓦时）
（柱状图数值为当月用电量，标签数值为当月用电量增速）



来源：中电联，wind，国金证券研究所

■ 我们采用 5 月用电增速相比 4 月变化差值数据，观察复工复产改善情况。新能源整车制造业不仅用电增长幅度快速扩大，而且一直保持较高的用电增速，说明该行业用电量在 5 月在环比、同比水平上都有显著提高。其他赶工态势显著的行业中，光伏设备及原件制造由于行业抢装实现环比高增长，充换电服务业与新能源整车制造行业相关，表明新能源车行业的高景气度。土木工程建筑业、建筑安装业由基建拉动，其他教育相关行业、租赁和餐饮业、租赁和商务服务业则表明这些行业正在快速恢复生产秩序。

图表 44：2020 年 5 月相比 2020 年 4 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）

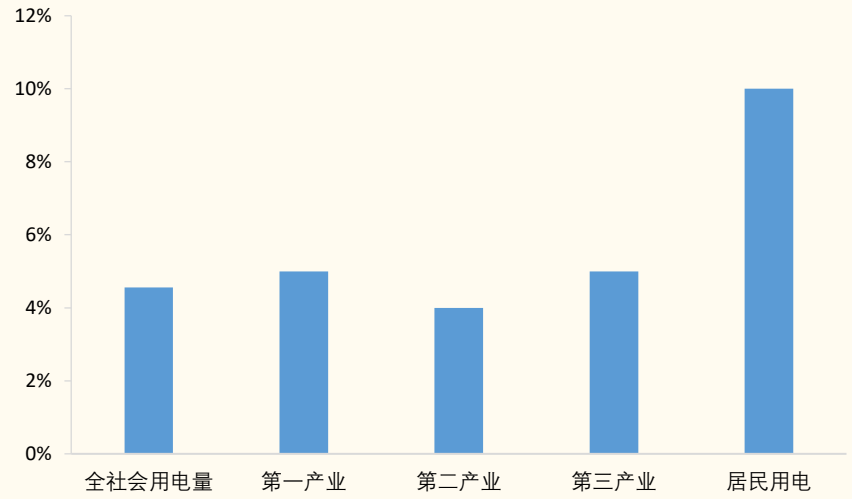


来源：中电联，wind，国金证券研究所

■ **高温叠加社会秩序恢复，6 月预计第三产业用电量增速有望扩大。**综合以上分析我们认为，预计 6 月全社会用电增约为 5%，第一产业将快速恢复。第二产业由于赶工将持续实现正向持续增长；消费反弹将到来拉动三产用电增速继续走高；我国大部分重点城市气温较上年偏高，预计居民用电增速有望超过 5 月增幅。

- 从六大板块角度，预计 6 月 TMT 板块将继续以高增速实现用电量增长；能源板块继续在 4-6%的用电增速范围企稳；地产周期板块由于基建拉动，用电增幅预计将扩大；制造板块用电量将持续正增长，尤其 TMT 制造、风光新能源相关制造继续保持高用电增速；消费板块用电量在基本恢复去年同期水平后，预计将实现正增长。

图表 45：预计 6 月全社会用电量增速约 5%

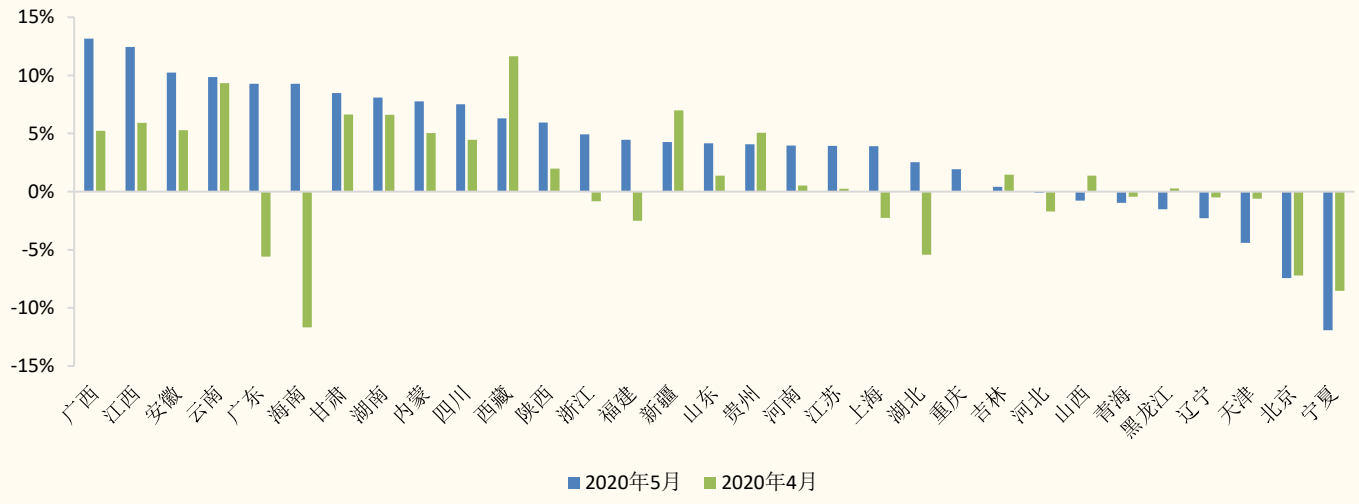


来源：中电联，wind，国金证券研究所

分省看南方省份领涨全国，以广东为首四大用电省正在全面恢复

- 2020 年 5 月，在全国范围内，绝大多数省份用电量实现正增长，广西、江西领涨。四大用电省份增速全面转正，尤其广东增速已经达到 10%。全国只剩下少数地区用电增速仍在负增长。

图表 46：全国各省用电量增速情况（%）

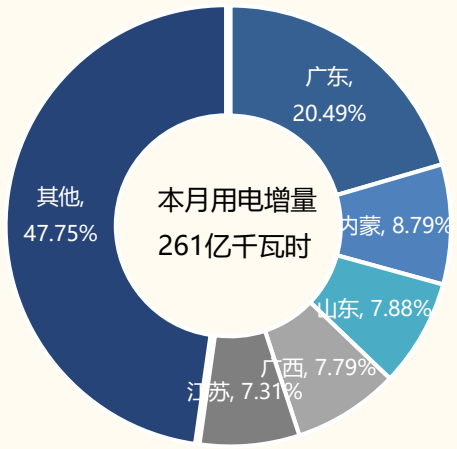


来源：中电联，wind，国金证券研究所

- **四大用电省新增贡献率快速恢复，复工节奏明显加快。**2020 年 5 月全国各省用电增量贡献率前五省份分别为广东、内蒙、山东、广西、江苏，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 20.49%，排全国第一位。广东省 5 月用电量增速由负转正，且新增贡献率全国第一，其生产消费预计已经基本恢复正常，其他三省预计也将在 Q2 恢复正常经济活动。1-5 月全国各省累计用电减量承担率前五省份分别为江苏、浙江、

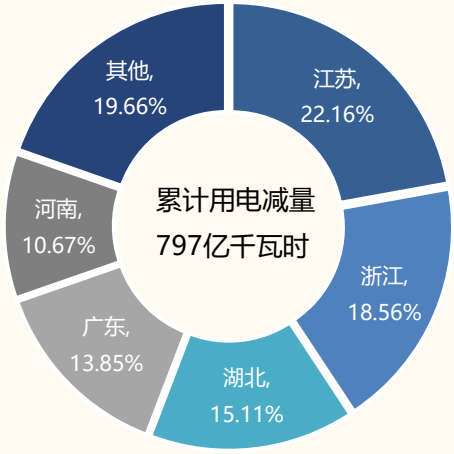
湖北、广东、河南，其中三省为我国用电大省，且疫情中受到较为严重影响，河南由于临近湖北且疫情期间管理较为严格，也造成了较大的用电减量。但从5月份用电增速来看，四大用地按省份复工节奏明显加快。

图表47：5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48：2020年1-5月全国各省累计用电减量承担率



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