

石油化工组

分析师：许隽逸（执业 S1130519040001）

xujunyi@gjzq.com.cn

## 3月电力：经济复苏，二产支撑用电增长

- 3月全社会用电增速提升至6.11%，三大产业均同比正增长。3月全社会用电量7368.7亿千瓦时，同比增长6.11%。分一/二/三产看，第一产业用电量90.8亿千瓦时，同比增长17.08%；第二产业用电量5110亿千瓦时，同比增长6.67%；第三产业用电量1212亿千瓦时，同比增长14.08%；城乡居民用电量955.4亿千瓦时，同比下降5.72%。一、二、三用电量均稳步增长；其中二产对全社会用电量新增贡献率高达75.3%，对国内用电需求修复起到明显支撑作用。
- 六大板块用电均同比上升，能源板块双年CAGR尤为突出。
  - (1) TMT板块—3月用电量同比增速为13.85%，增速环比提升7.9pcts。三个细分子行业中，电信、广播电视和卫星传输服务、互联网服务和软件和信息技术服务业日均用电分别同比增长13.77%、17.37%、5.73%。
  - (2) 能源板块—3月月度用电量同比增长7.25%，较上月环比上升0.9pcts。保供稳价政策连续两年发力，煤炭开采与石油和天然气开采业日均用电量增负转正，上升2.73%、0.82%（前期1~2M23火电需求处于爬坡阶段，电厂以消耗库存为主，港口库存逐渐增多、煤价逐月下行，短期影响了供给端决策）；石油、煤炭及其他燃料加工业日均用电量延续高增，增速为12.24%。
  - (3) 地产周期板块—用电增速为6.51%，较上月环比上升0.99pcts。子板块中，所有板块均实现同比正增长，主要由于疫情解封积压需求释放。环比来看，农业用电量高增，增速为87.1%；建筑业用电量环比增速为10.36%
  - (4) 制造板块—用电量增速为9.75%，增速转正，较上月增幅环比高增11.29pct。细分子行业中，轻工制造和交运设备制造增速最高，同比增加57.0%和41.0%；电气设备制造业新增用电贡献率仍然最高，达26%。
  - (5) 消费板块—3月用电量同比增长9.61%，增速转正，较上月增速环比高增11.29pct。从细分行业看，各细分行业均实现增长，其中住宿和餐饮业增速最高，达15.87%。
  - (6) 交运板块—3月用电量同比增长17.95%，正增长态势大幅扩大。子行业中，铁路运输业日均用电量同比增长26.89%，道路运输业和其他运输业日均用电量同比分别增长9.48%、8.72%
- 行业视角：新能源发电设备、新能源整车制造及相关配套行业用电保持领涨，电新产业链维持景气。124个细分行业中，3月共有88个行业用电量实现同比正增长。3月，细分行业用电增速前十名除常见的电气设备制造、新能源整车与新材料制造外，还包括新进的农林牧渔服务业、地质勘查等行业。其中光伏设备及元器件制造、充换电服务业、新能源整车制造业同比高增，增速分别为87.35%、63.01%、45.3%。
- 区域视角：3月，全国绝大部分省份用电增速为正。增速超过10%的省份依次为：西藏、广西、甘肃、吉林、海南、青海、宁夏、内蒙、上海，用电量分别同比增长36.6%、15.8%、13.5%、12.0%、12.0%、11.8%、11.2%、11.1%和10.0%。

### 投资建议

火电：建议关注火电资产高质量、拓展新能源发电的龙头企业华能国际、宝新能源、浙能电力等；新能源发电：建议关注新能源龙头龙源电力。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

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等。

## 内容目录

1、分部门看：经济复苏，二产支撑用电需求增长.....	4
2、分板块看：六大板块用电均同比上升.....	5
2.1 整体：六大板块用电均同比上升.....	5
2.2 TMT 板块：表现优于实体制造、用电持续增长.....	7
2.3 能源板块：煤炭开采业增速回正.....	8
2.4 地产周期板块：房地产业日均用电环比持续改善.....	9
2.5 制造板块：轻工/交运设备制造用电高增.....	10
2.6 消费板块：用电增速同比转正.....	11
2.7 交运板块：疫情解封交运需求同比高增.....	12
3、分行业看：电新产业链不改高景气，房地产业仍承压.....	12
4、分地区看：西部地区用电量持续领涨.....	14
5、投资建议.....	15
6、风险提示.....	15

## 图表目录

图表 1： 2022、2023 年分月全社会用电量（亿千瓦时）.....	4
图表 2： 近两年社会用电量增速与 2023/2022CAGR（%）.....	4
图表 3： 3 月一二三产和居民用电占比.....	4
图表 4： 1-2 月一二三产和居民用电新增贡献率（%）.....	4
图表 5： 四大高耗能与非高耗能行业用电增速（%）.....	5
图表 6： 四大高耗能与非高耗能行业新增贡献率（%）.....	5
图表 7： 地产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： 交运板块用电量同比增速与历史增速对比（%）.....	6
图表 10： 消费板块用电量同比增速与历史增速对比（%）.....	6
图表 11： 制造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 3 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、环比增速及双年平均增速（%）.....	7
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（%）.....	8

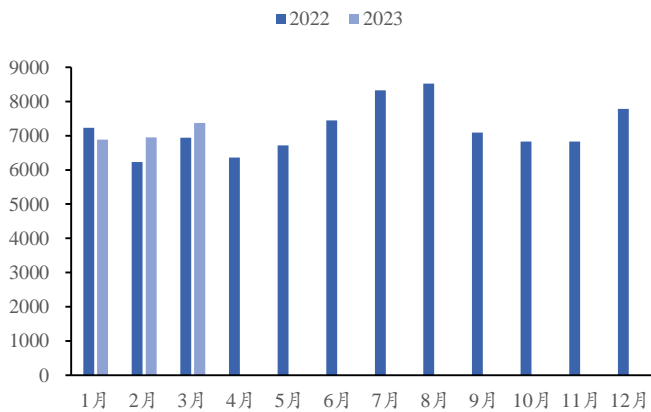
图表 18: TMT 板块子行业日均用电量同比、环比增速 (%)	8
图表 19: 能源板块月度用电量增速 (%)	8
图表 20: 能源板块子行业用电量月度增速 (%)	8
图表 21: 能源板块子行业用电量占比和新增贡献率 (%)	9
图表 22: 能源板块子行业日均用电量同比、环比增速 (%)	9
图表 23: 地产周期板块月度用电量增速 (%)	9
图表 24: 地产板块子行业用电量月度增速 (%)	9
图表 25: 地产板块子行业用电量占比和新增贡献率 (%)	10
图表 26: 地产周期板块子行业日均用电量增速 (%)	10
图表 27: 制造板块月度用电量增速 (%)	10
图表 28: 制造板块部分子行业用电量月度增速 (%)	11
图表 29: 制造板块部分子行业用电量月度增速 (%)	11
图表 30: 制造板块子行业用电量占比 (%)	11
图表 31: 制造板块子行业日均用电量同比、环比增速 (%)	11
图表 32: 消费板块月度用电量增速 (%)	11
图表 33: 消费板块子行业用电量月度增速 (%)	11
图表 34: 消费板块子行业用电量占比和新增贡献率 (%)	12
图表 35: 消费板块子行业日均用电量同比、环比增速 (%)	12
图表 36: 交运板块月度用电量增速 (%)	12
图表 37: 交运板块子行业用电量月度增速 (%)	12
图表 38: 交运板块子行业用电量占比和新增贡献率 (%)	12
图表 39: 交运板块子行业日均用电量同比、环比增速 (%)	12
图表 40: 2023 年 3 月用电量增速前十名行业用电量对比 2022 年 3 月用电量 (亿千瓦时, %)	13
图表 41: 2023 年 3 月用电量增速后十名行业用电量对比 2022 年 3 月用电量 (亿千瓦时, %)	13
图表 42: 2023 年 3 月相比 2023 年 1-2 月用电增速变化前十行业 (%)	14
图表 43: 全国各省用电量增速情况 (%)	14
图表 44: 3 月全国各省当月用电增量贡献率 (%)	15

## 1、分部门看：经济复苏，二产支撑用电需求增长

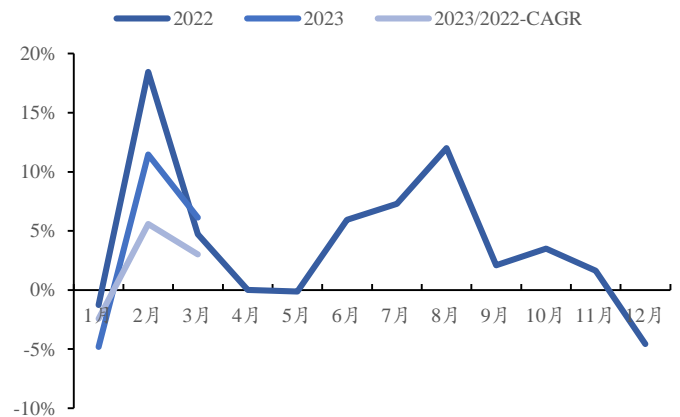
- 3月全社会用电增速提升至6.11%，三大产业均同比正增长。3月全社会用电量7368.7亿千瓦时，同比增长6.11%。分一/二/三产看，第一产业用电量90.8亿千瓦时，同比增长17.08%；第二产业用电量5110亿千瓦时，同比增长6.67%；第三产业用电量1212亿千瓦时，同比增长14.08%；城乡居民用电量955.4亿千瓦时，同比下降5.72%。一、二、三用电量均稳步增长；其中二产对全社会用电量新增贡献率高达75.3%，对国内用电需求修复起到明显支撑作用。
- 二产用电新增贡献率同比提升。3月二产累计新增用电量319.7亿千瓦时；对全社会用电量新增贡献率达75.3%。二产对国内用电需求修复起到明显支撑作用。

图表1：2022、2023年分月全社会用电量（亿千瓦时）

图表2：近两年社会用电量增速与2023/2022CAGR（%）



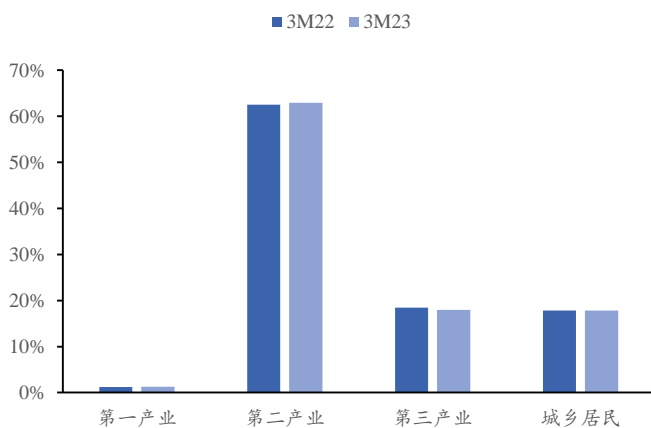
来源：中电联、国金证券研究所



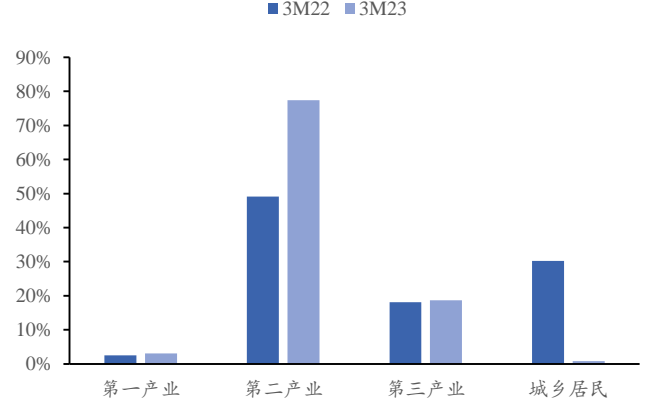
来源：中电联、国金证券研究所

图表3：3月一二三产和居民用电占比

图表4：1-2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

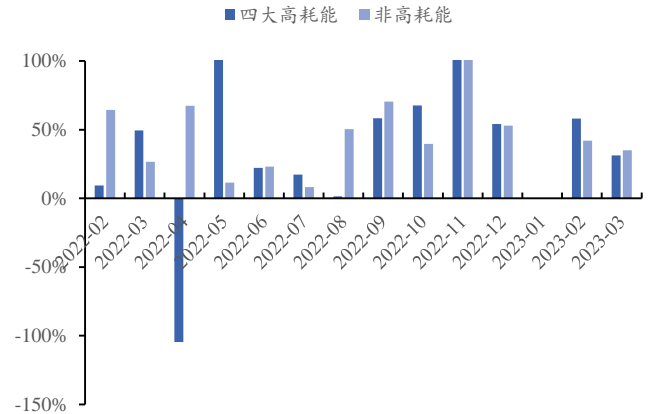
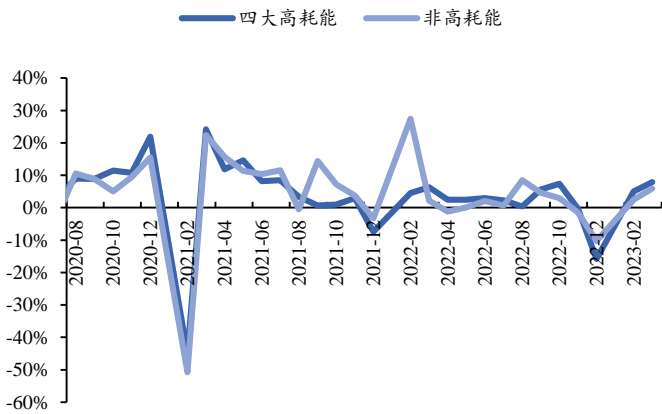


来源：中电联、国金证券研究所

- 四大高耗能与非高耗能行业用电量均上升。3月高耗能行业用电量同比上升7.87%，非高耗能行业用电量同比上升5.87%。新增贡献率方面，3月各行业用电量同比增长482亿千瓦时，其中高耗能行业贡献31.3%、非高能耗行业贡献35.0%，用电上升主因全面放开后积压需求逐步释放。

图表5: 四大高耗能与非高耗能行业用电增速 (%)

图表6: 四大高耗能与非高耗能行业新增贡献率 (%)



来源: 中电联、国金证券研究所

来源: 中电联、国金证券研究所

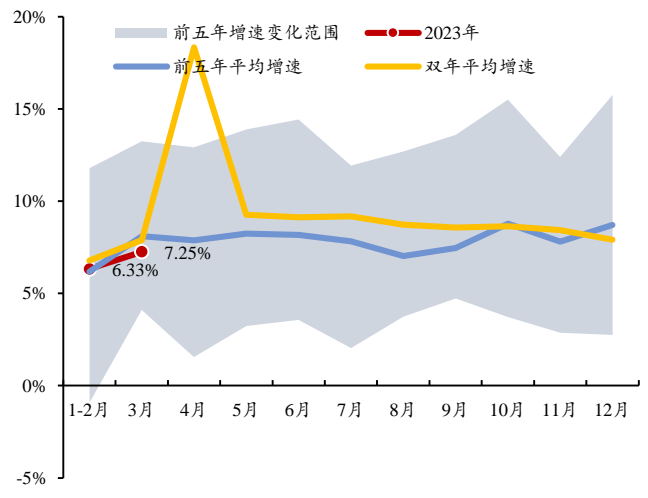
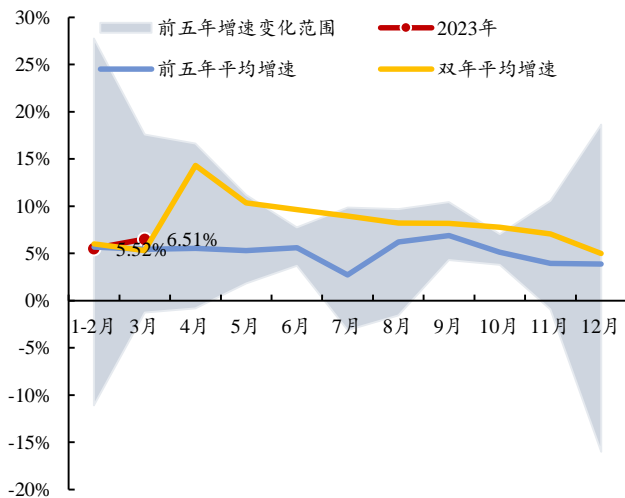
## 2、分板块看: 六大板块用电均同比上升

### 2.1 整体: 六大板块用电均同比上升

- 3月六大板块地产周期、能源、交运、消费、制造、TMT 用电均增, 分别同比上升 6.51%、7.25%、17.95%、9.61%、9.75%、13.85%; 主因全面放开后疫情快速过峰, 复工复产、复商复市有序推进。总体而言, 3月六大板块增速除能源、制造外, 用电增速均高于前五年平均增速。

图表7: 地产板块用电量同比增速与历史增速对比 (%)

图表8: 能源板块用电量同比增速与历史增速对比 (%)

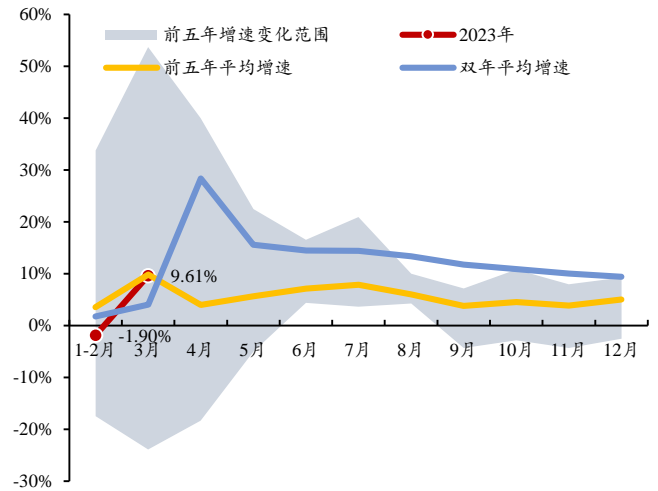
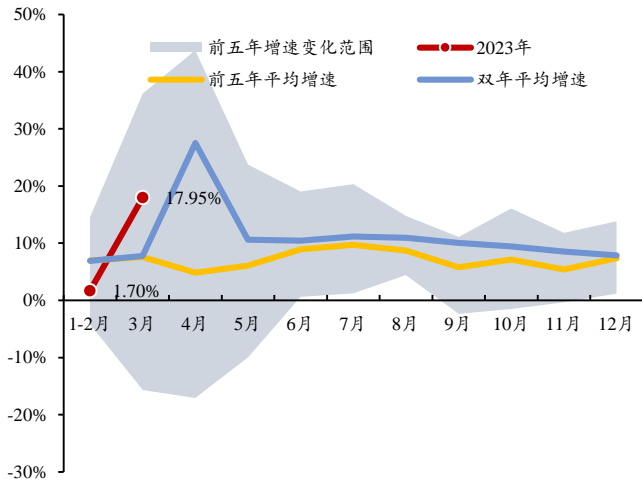


来源: 中电联、国金证券研究所

来源: 中电联、国金证券研究所

图表9: 交运板块用电量同比增速与历史增速对比 (%)

图表10: 消费板块用电量同比增速与历史增速对比 (%)

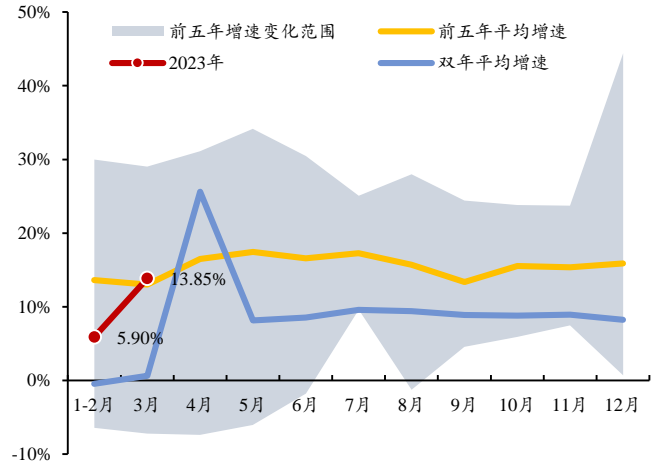
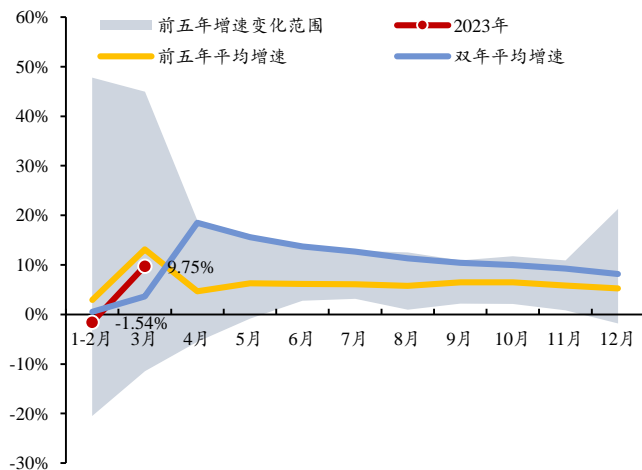


来源: 中电联、国金证券研究所

来源: 中电联、国金证券研究所

图表11: 制造板块用电量同比增速与历史增速对比 (%)

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

来源: 中电联、国金证券研究所

图表13: 六大板块3月同比增速与对应历史月度增速 (%)

	地产周期	能源	交运	消费	制造	TMT	
3月同比	6.51%	7.25%	9.75%	17.95%	9.61%	13.85%	
2023/2021AGR	4.08%	10.21%	9.51%	8.50%	8.71%	2.78%	
历史同比	2018年	2.36%	11.17%	-14.24%	16.60%	-8.37%	29.02%
	2019年	3.63%	4.10%	22.19%	4.70%	16.18%	8.80%
	2020年	-1.26%	4.50%	-11.48%	-15.66%	-23.92%	29.04%
	2021年	17.59%	11.75%	44.94%	36.15%	53.71%	24.35%
	2022年	1.72%	13.25%	7.68%	1.67%	7.40%	-7.21%
	2023年	5.31%	7.89%	3.63%	7.78%	4.03%	0.62%

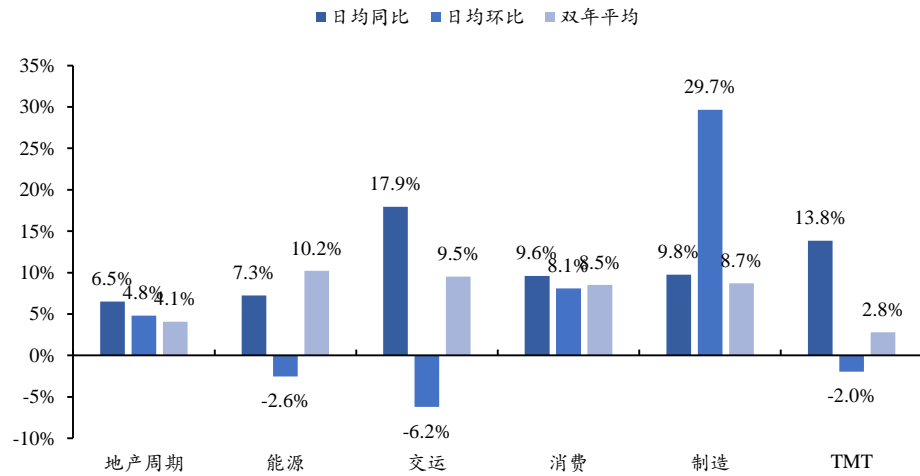
来源: 中电联、国金证券研究所

- 从3月日均用电量同比来看,六大板块中农业、房地产板块日均用电量同比增速最高,分别为 23.00%、10.27%;环比来看,农业板块日均用电量较上月环比增长 87.10%、增幅最高,春节之后农业生产有序恢复;房地产板块环比降幅最大,达 16.3%。总体



而言,伴随疫情和春节假期对用电需求的抑制影响充分释放,用电增速有望逐步提升。

图表14: 六大板块日均用电量同比、环比增速及双年平均增速 (%)

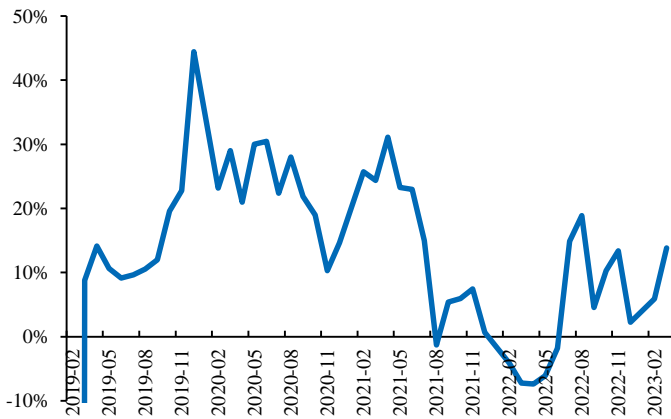


来源: 中电联、国金证券研究所

## 2.2 TMT 板块: 表现优于实体制造、用电持续增长

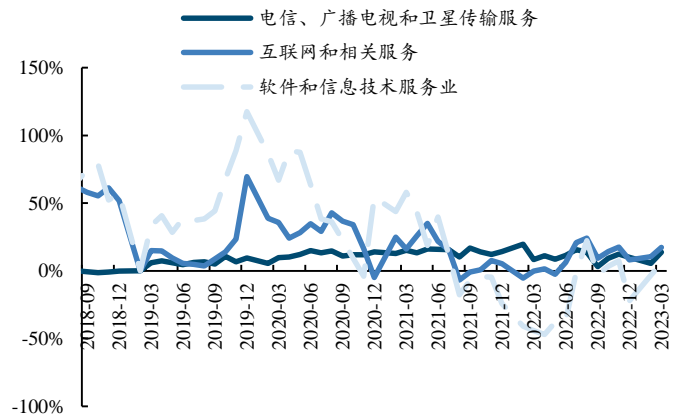
- TMT 板块 3 月用电量同比增速为 13.85%，增速环比提升 7.9pcts。三个细分子行业中，电信、广播电视和卫星传输服务、互联网服务和软件和信息技术服务业日均用电分别同比增长 13.77%、17.37%、5.73%。从用电占比和新增用电贡献率来看，电信、广播电视和卫星传输服务的用电量占比最大，为 47.15%；互联网服务与电信、广播电视和卫星传输服务新增贡献率接近，达 46.62%和 46.91%。相比于实体制造业，TMT 板块或更先走出疫情影响。

图表15: TMT 板块月度用电量增速 (%)



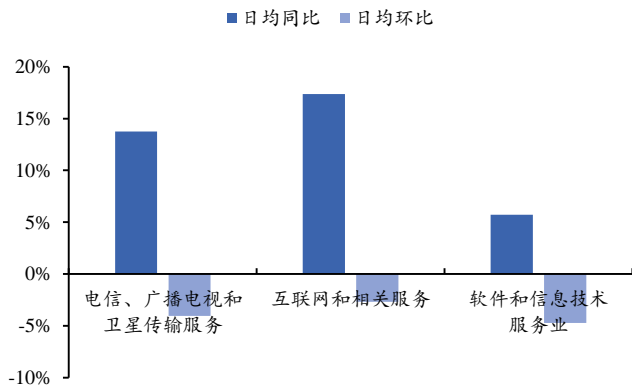
来源: 中电联、国金证券研究所

图表16: TMT 板块子行业用电量月度增速 (%)



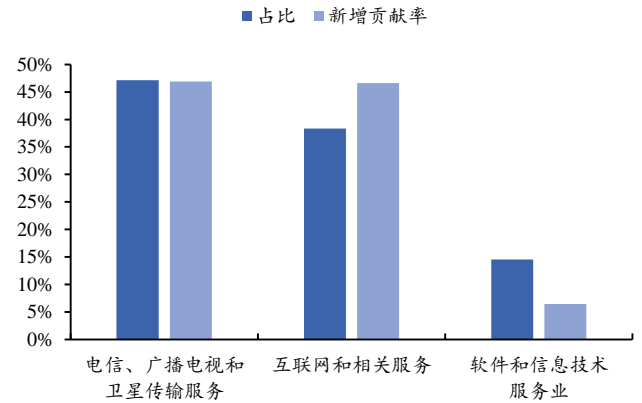
来源: 中电联、国金证券研究所

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 (%)

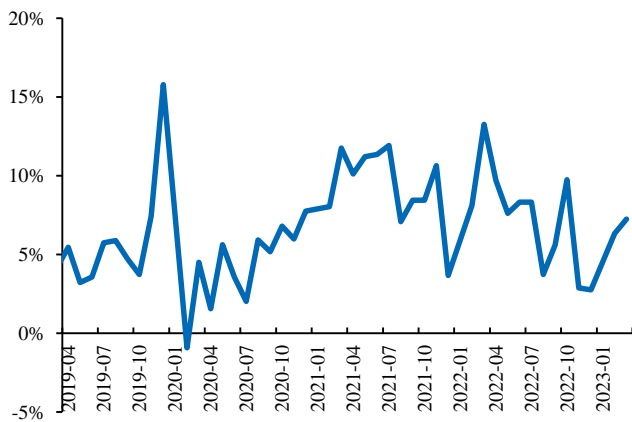


来源: 中电联、国金证券研究所

### 2.3 能源板块: 煤炭开采业增速回正

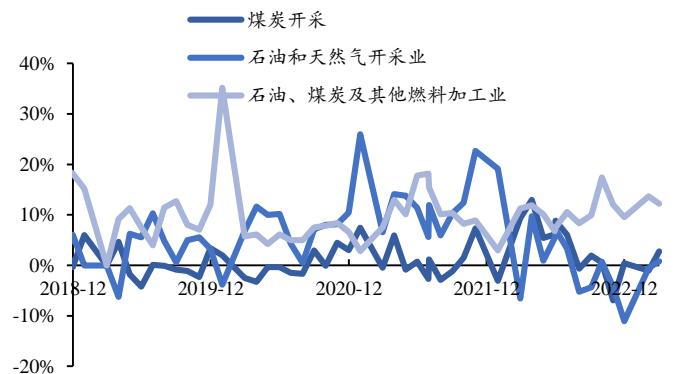
- 3月, 能源板块月度用电量同比增长 7.25%, 较上月环比上升 0.9pcts。保供稳价政策连续两年发力, 煤炭开采与石油和天然气开采业日均用电量增负转正, 上升 2.73%、0.82%; 但与双年均值/五年均值相比增速稍显疲弱, 主因前两个月火电需求处于爬坡阶段, 电厂以消耗库存为主, 港口库存逐渐增多、煤价逐月下行, 短期影响到了供给端决策。石油、煤炭及其他燃料加工业日均用电量延续高增, 增速为 12.24%。当期用电增量主要来自用电量占比 53.59%的石油、煤炭及其他燃料加工业, 其新增贡献率为 86.40%。

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

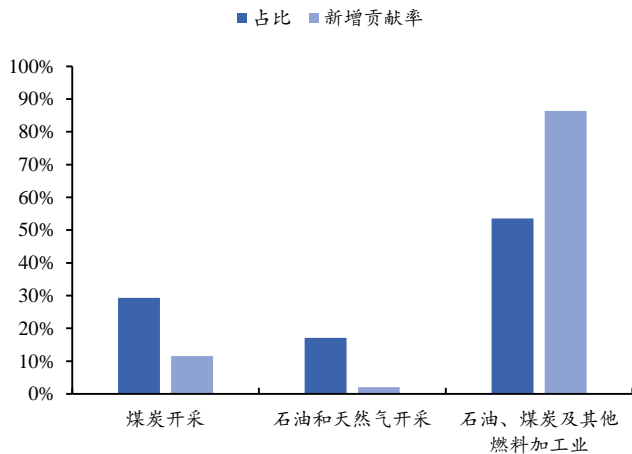
图表20: 能源板块子行业用电量月度增速 (%)



来源: 中电联、国金证券研究所

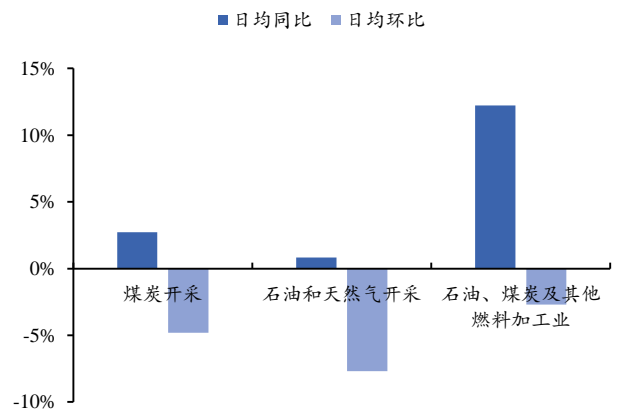


图表21: 能源板块子行业用电量占比和新增贡献率 (%)



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 (%)

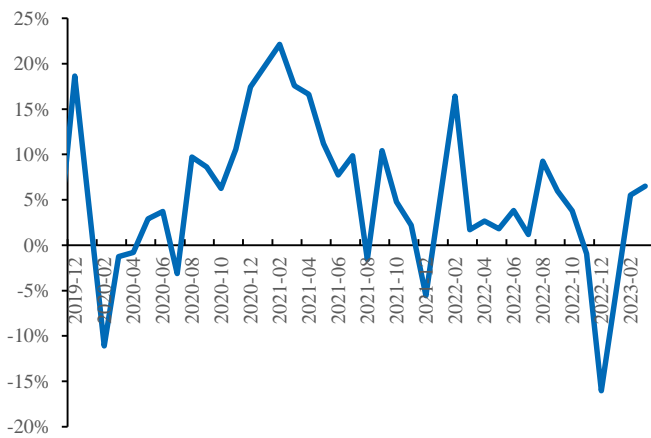


来源: 中电联、国金证券研究所

### 2.4 地产周期板块: 房地产业日均用电环比持续改善

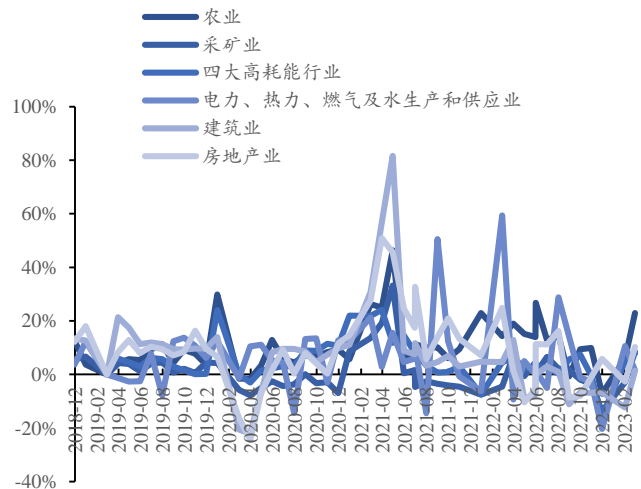
- 地产周期板块3月用电增速为6.51%，较上月环比上升0.99pcts。子板块中，所有板块均实现同比正增长，主要由于疫情解封积压需求释放。日均用电量同比来看，农业用电量增幅最大，达23%；环比来看，农业用电量高增，增速为87.1%；建筑业用电量环比增速为10.36%，主因房地产政策正常化对行业信心提振的作用持续释放。从新增贡献率上看，四大高耗能贡献率最高，达71.38%。

图表23: 地产周期板块月度用电量增速 (%)



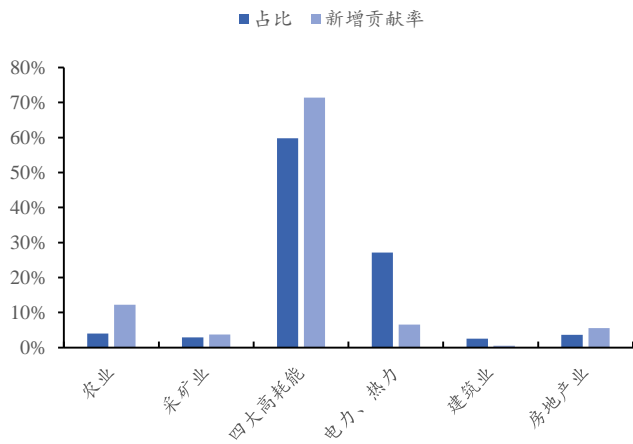
来源: 中电联、国金证券研究所

图表24: 地产板块子行业用电量月度增速 (%)



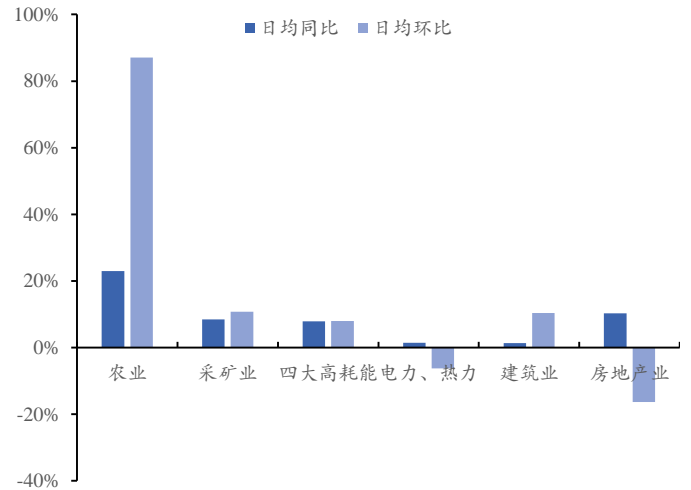
来源: 中电联、国金证券研究所

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增速 (%)

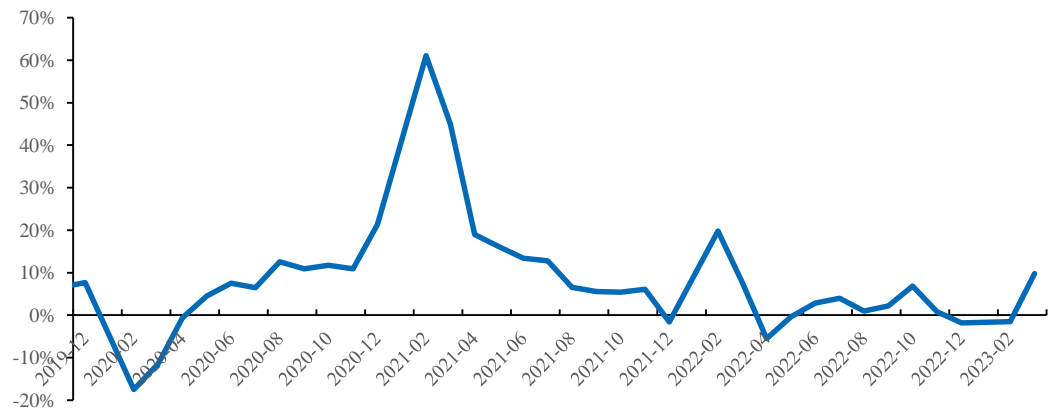


来源: 中电联、国金证券研究所

### 2.5 制造板块: 轻工/交运设备制造用电高增

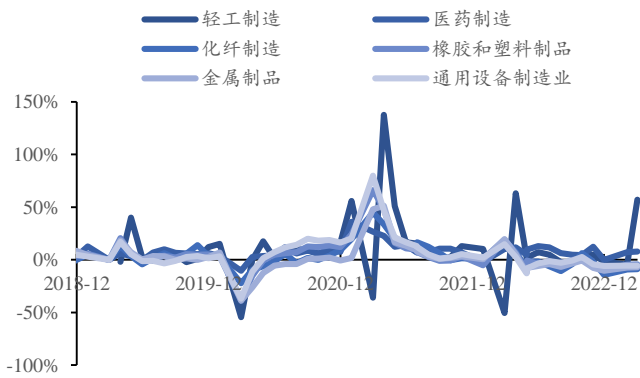
- 3月制造板块用电量增速为9.75%，增速转正，较上月增幅环比高增11.29pct。疫情放开后累计需求大量释放。细分子行业中，轻工制造和交运设备制造增速最高，同比增加57.0%和41.0%；电气设备制造业新增用电量贡献率仍然最高，达26%。日均用电量同比来看，细分子行业中用电量下降的分别为仪器仪表制造和设备修理；环比来看，受春节假期后复工影响，所有细分子行业用电量均环比大增，其中金属制品增幅最大，达45.5%。

图表27: 制造板块月度用电量增速 (%)



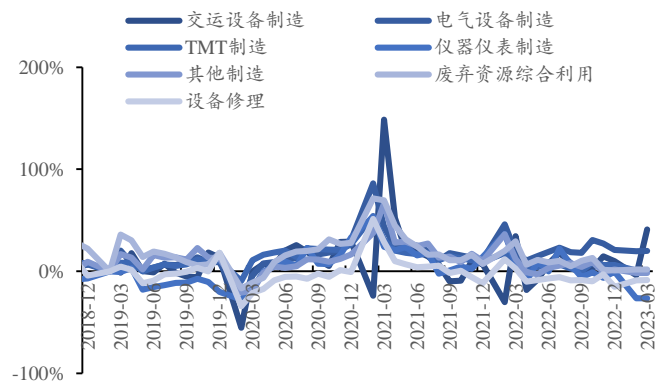
来源: 中电联、国金证券研究所

图表28: 制造板块部分子行业用电量月度增速 (%)



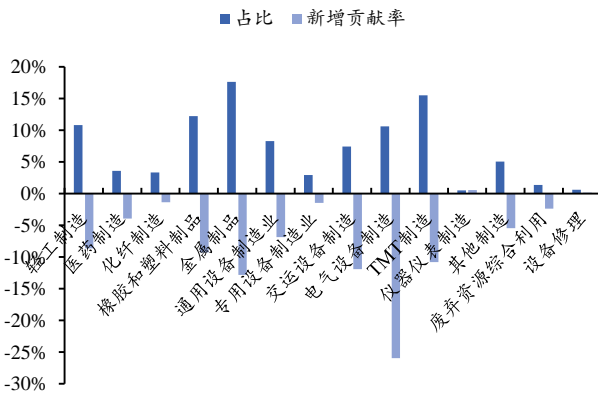
来源: 中电联、国金证券研究所

图表29: 制造板块部分子行业用电量月度增速 (%)



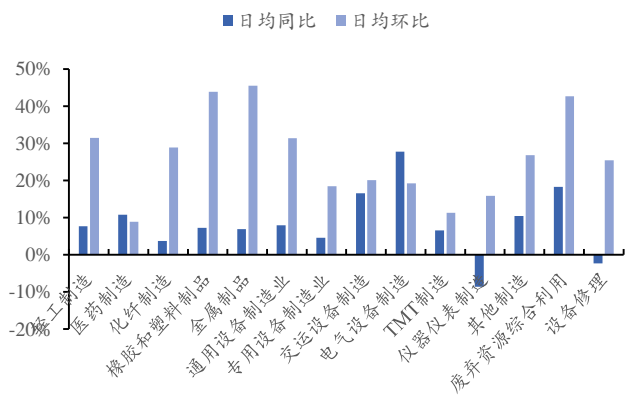
来源: 中电联、国金证券研究所

图表30: 制造板块子行业用电量占比 (%)



来源: 中电联、国金证券研究所

图表31: 制造板块子行业日均用电量同比、环比增速 (%)

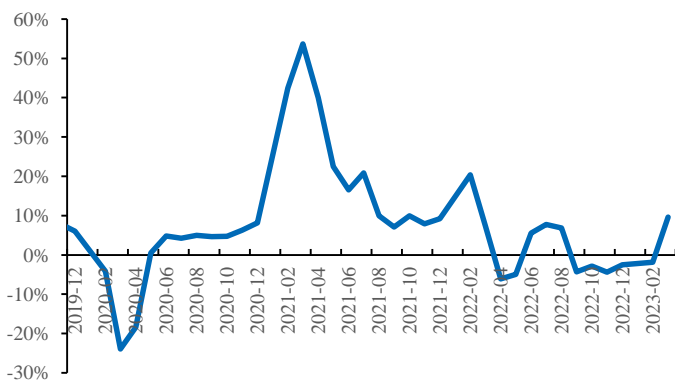


来源: 中电联、国金证券研究所

## 2.6 消费板块: 用电增速同比转正

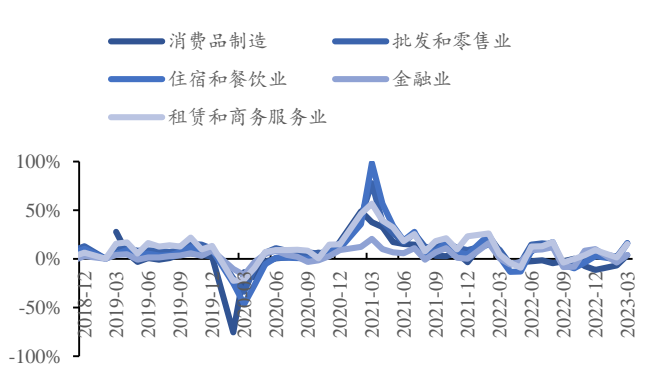
- 3月, 消费板块用电量同比增长 9.61%, 增速转正, 较上月增速环比高增 11.29pct。从细分行业看, 各细分行业均实现增长, 其中住宿和餐饮业增速最高, 达 15.87%。日均用电量环比来看, 消费品制造实现增长, 增速为 32.59%; 从新增贡献率看, 批发和零售业贡献率达 51.7%, 连续三个月位列所有子行业第一, 说明全面放开后, 消费修复正稳步推进。

图表32: 消费板块月度用电量增速 (%)



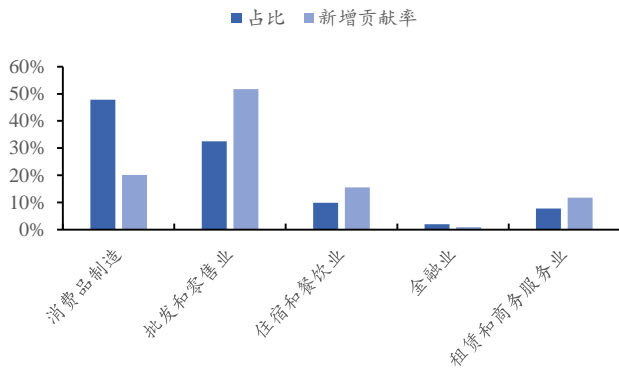
来源: 中电联、国金证券研究所

图表33: 消费板块子行业用电量月度增速 (%)



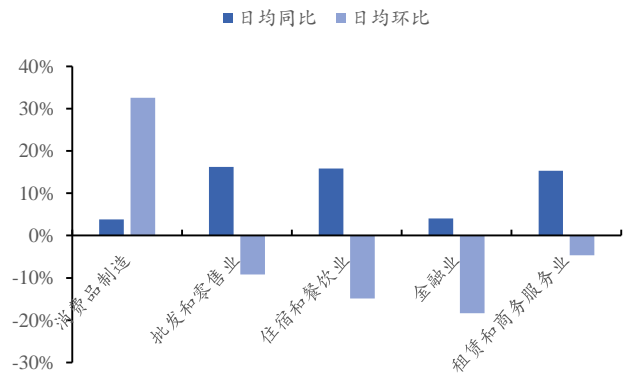
来源: 中电联、国金证券研究所

图表34: 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35: 消费板块子行业日均用电量同比、环比增速 (%)

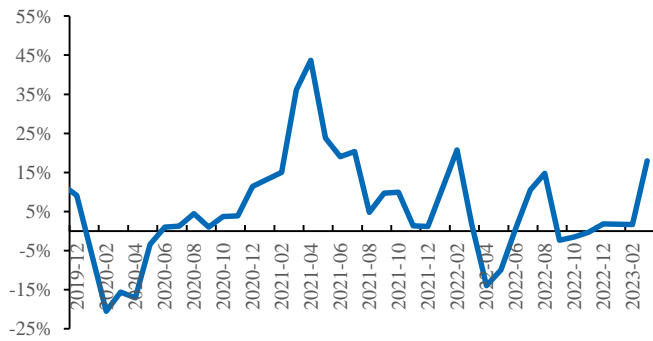


来源: 中电联、国金证券研究所

### 2.7 交运板块: 疫情解封交运需求同比高增

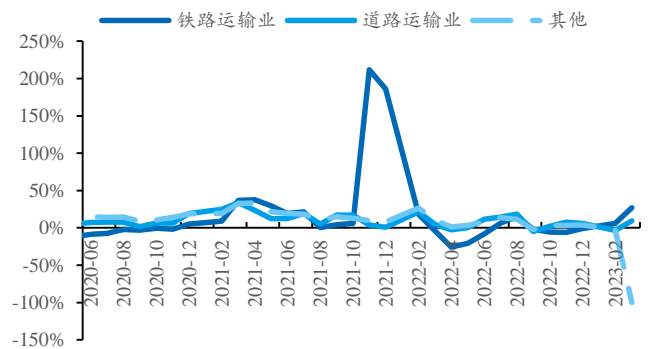
- 3月, 交运板块用电量同比增长17.95%, 正增长态势大幅扩大。子行业中, 铁路运输业日均用电量同比增长26.89%, 道路运输业和其他运输业日均用电量同比分别增长9.48%、8.72%; 从日均环比来看, 日均用电量环比均下降, 铁路运输业和道路运输业分别下降8.24%和8.58%。主要由于2月春运阶段性高点影响。

图表36: 交运板块月度用电量增速 (%)



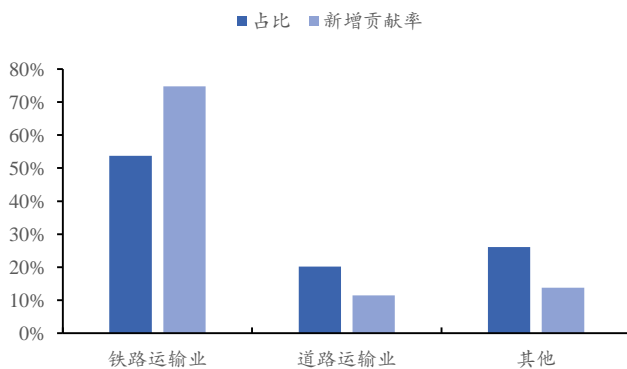
来源: 中电联、国金证券研究所

图表37: 交运板块子行业用电量月度增速 (%)



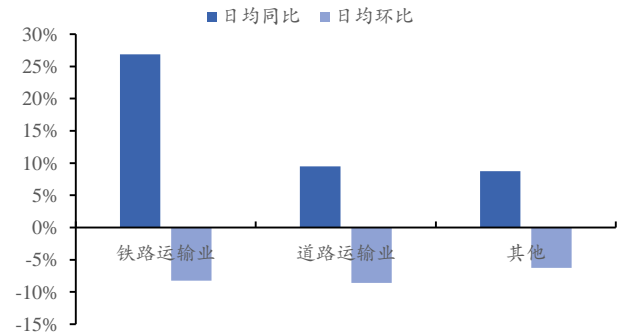
来源: 中电联、国金证券研究所

图表38: 交运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39: 交运板块子行业日均用电量同比、环比增速 (%)



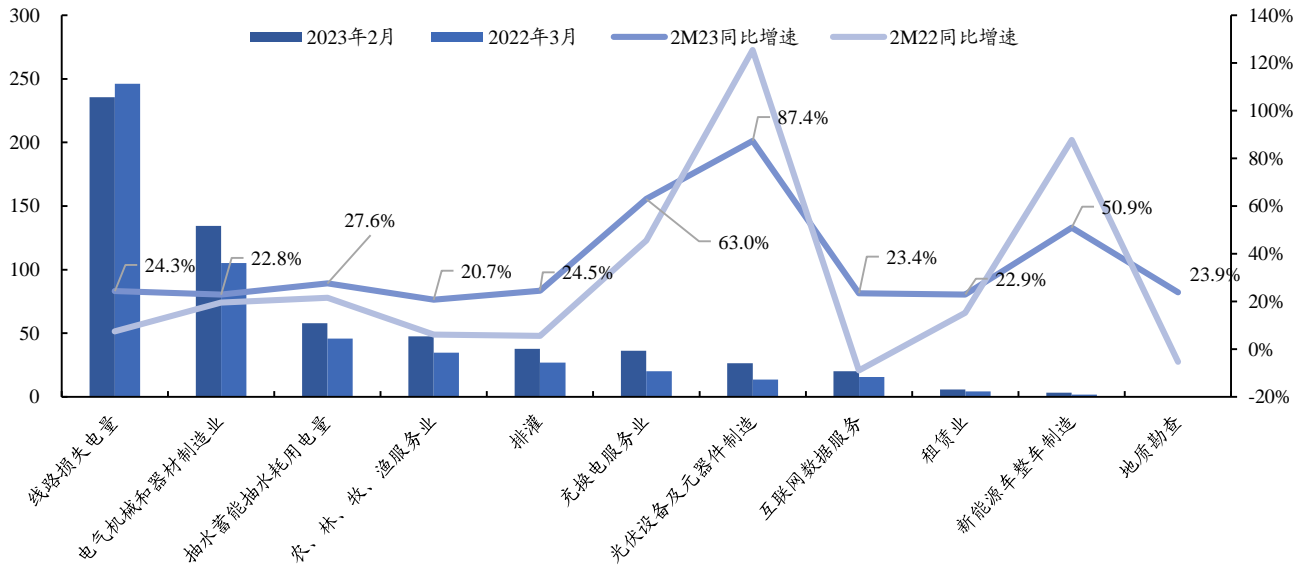
来源: 中电联、国金证券研究所

### 3、分行业看: 电新产业链不改高景气, 房地产业仍承压

- 新能源发电设备、新能源整车制造及相关配套行业用电保持领涨, 电新产业链维持景气。124个细分行业中, 3月共有88个行业用电量实现同比正增长。3月, 细分行业

用电增速前十名除常见的电气设备制造、新能源整车与新材料制造外，还包括新进的农林牧渔服务业、地质勘查等行业。其中光伏设备及元器件制造、充换电服务业、新能源整车制造业同比高增，增速分别为87.35%、63.01%、45.3%。

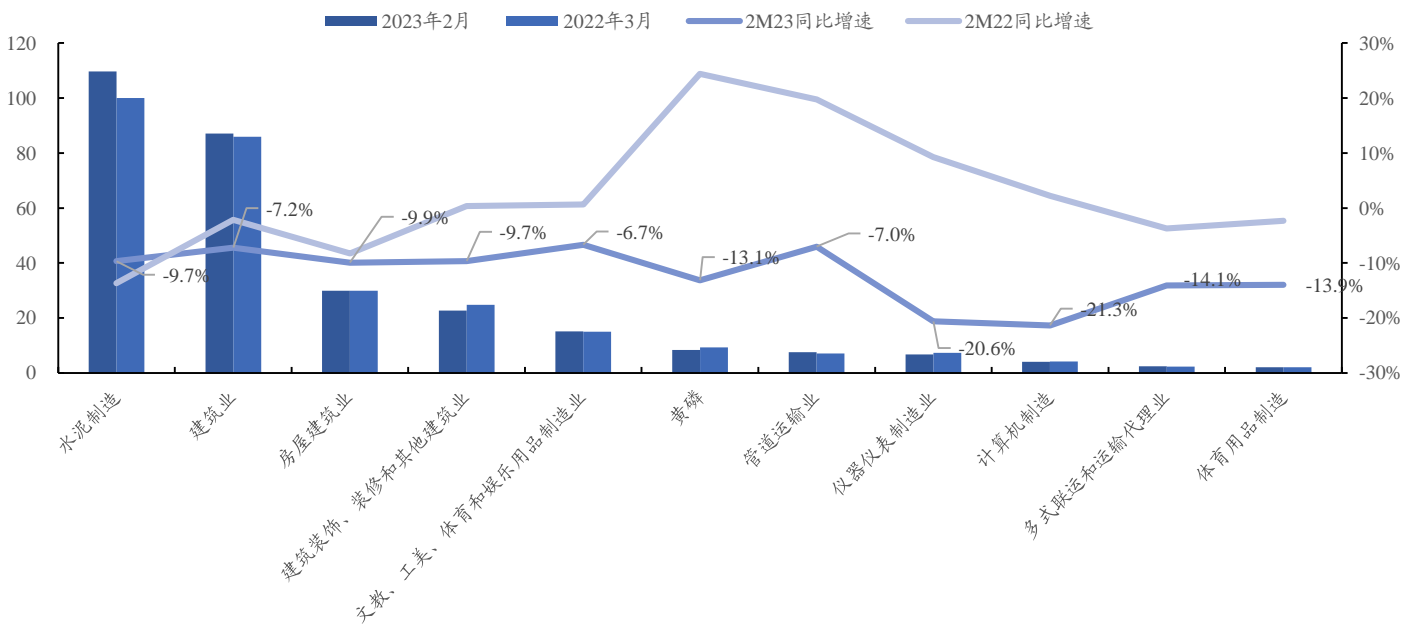
图表40：2023年3月用电量增速前十名行业用电量对比2022年3月用电量（亿千瓦时，%）



来源：中电联、国金证券研究所

- 3月用电增速后十名大多集中在房地产相关行业。降幅前三行业为计算机制造业、仪器仪表制造业、多式联运和运输代理业，分别同比下降-21.3%、-20.6%、-14.1%。2023年3月全国线路损失率4.45%，线路损失量为246亿千瓦时。

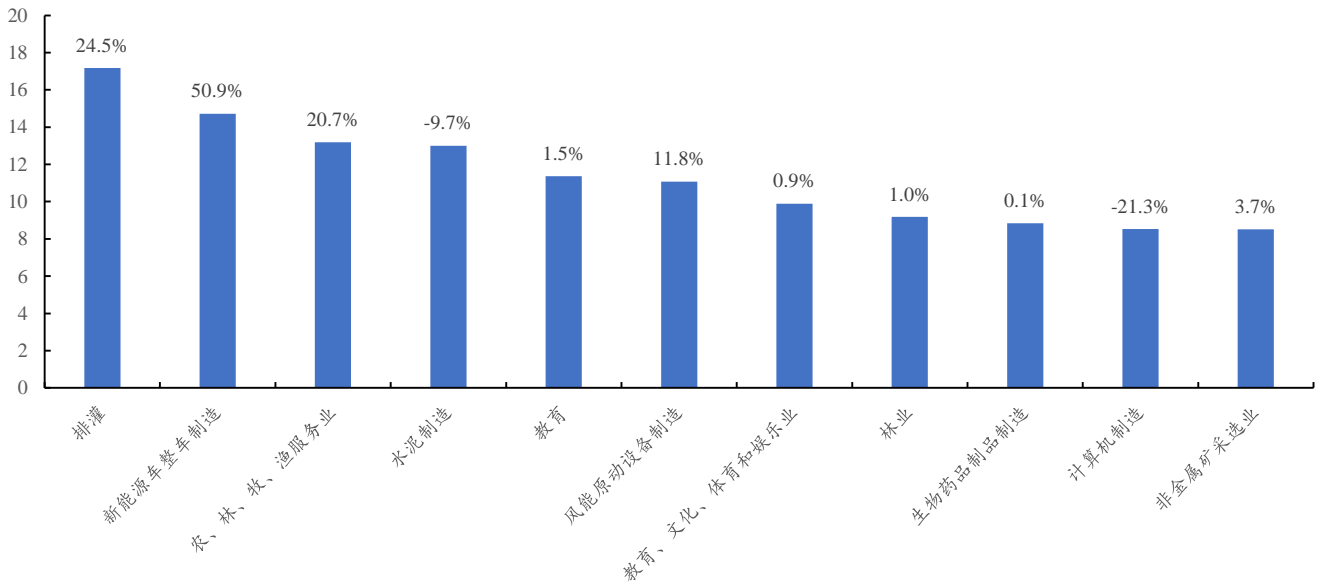
图表41：2023年3月用电量增速后十名行业用电量对比2022年3月用电量（亿千瓦时，%）



来源：中电联、国金证券研究所

- 环比：排灌增速环比增幅最大。3月，用电环比增速变化前十行业包括新能源车整车制造、农、林、牧、渔服务业、水泥制造、教育、风能原动设备制造、教育、文化、体育和娱乐业等多个领域。其中，3月用电增速后十名集中在有色金属和非金属矿物制品业。

图表42: 2023年3月相比2023年1-2月用电增速变化前十行业(%)

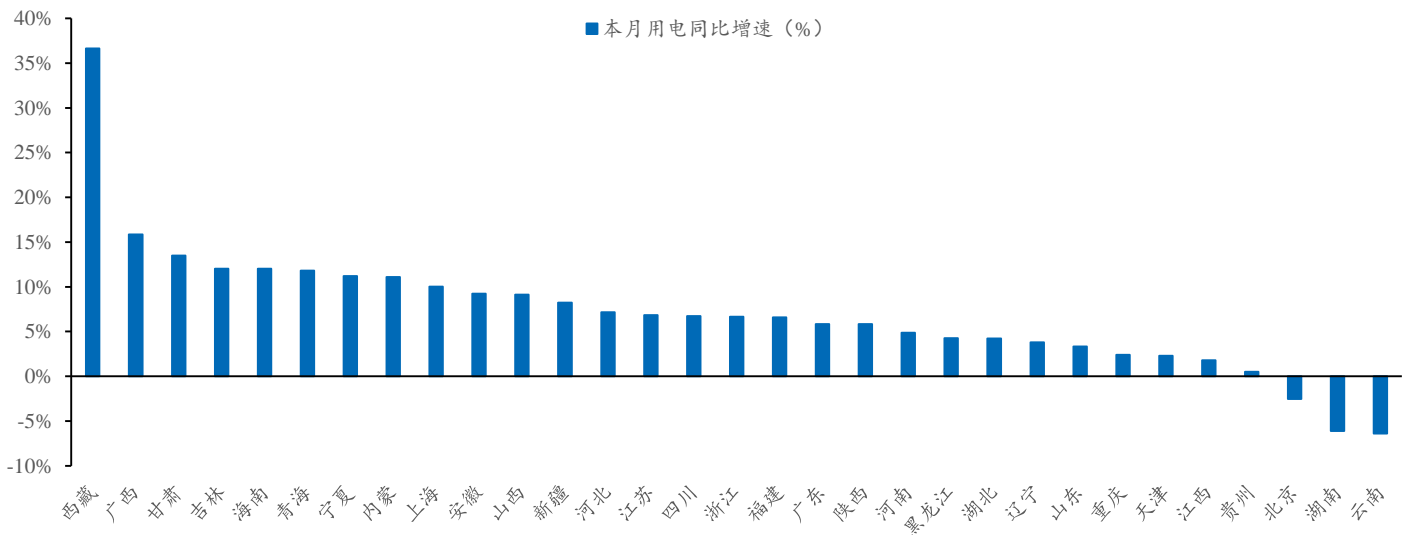


来源: 中电联、国金证券研究所

#### 4、分地区看: 西部地区用电量持续领涨

- 3月, 全国绝大部分省份用电增速为正。增速超过10%的省份依次为: 西藏、广西、甘肃、吉林、海南、青海、宁夏、内蒙、上海, 用电量分别同比增长36.6%、15.8%、13.5%、12.0%、12.0%、11.8%、11.2%、11.1%和10.0%。

图表43: 全国各省用电量增速情况(%)

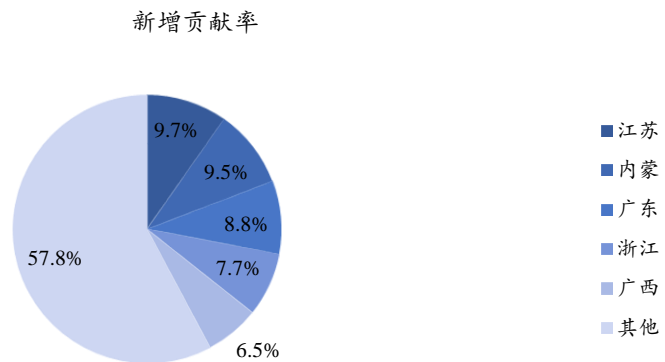


来源: 中电联国金证券研究所

- 3月, 江苏用电增量贡献率最高。各省用电增量贡献率前五省份分别为江苏、内蒙、广东、浙江、广西, 前五名省份增量贡献率高达42.22%; 新增贡献率最高的江苏贡献率达9.73%。



图表44：3月全国各省当月用电增量贡献率（%）



来源：国金证券研究所

## 5、投资建议

### ■ 火电板块：

22年3亿吨煤炭核增产能基本释放；国际能源危机基本解除、进口印尼煤价格倒挂现象好转。国内煤炭供需紧张局面趋缓，火电业绩已有实质性改善。建议关注：火电资产高质量、积极拓展新能源发电的龙头企业华能国际；可发挥民企优势灵活配置煤炭来源结构、有新机组核准预期的龙头企业宝新能源；积极承担省内保供任务，资产价值有望重估的龙头企业浙能电力。

### ■ 新能源——风、光伏发电板块：

在经历光伏、陆风、海风走向平价上网、补贴逐步退坡带来的抢装潮后，新能源装机今年仍有望保持高增长态势。新增装机驱动因素包括其属稳增长“适度超前建设”重点领域，以及大基地规划和电力市场建设给绿电带来的利好；22年低基数背景下陆/海风增量尤为值得期待。建议关注：新能源运营龙头龙源电力。

### ■ 核电板块：

“十四五”核电重启已至，投资边际好转，同时电力市场化改革带来核电市场化电量价格提高，扩大盈利水平。建议关注核电龙头企业中国核电。

## 6、风险提示

- 新增装机容量不及预期风险：经历两次有序用电事件后，电力保供问题已得到重视，但在煤价高企、光伏组件成本偏高、风电优质资源总体有限的客观环境下，新增装机或存在时间表滞后的风险。
- 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：发电企业业绩与利用小时数高度相关，若疫后复苏节奏不及预期，或导致用电增速不及预期。“十四五”期间新能源装机的规划目标较高，用电需求不足可能导致消纳率下降，影响利用小时数，最终影响电企业绩表现。
- 电力市场化进度不及预期：在“十四五”电力供需总体偏紧的背景下，电力市场化推进有助于以价格机制反映供需紧张关系、并产生自发调节。若电力市场化政策落地不及预期，或将使得发电企业上网电价上浮不及预期。
- 煤价维持高位影响火电企业盈利：“十三五”期间煤炭增产减少带来煤炭供应压力，国际局势不稳定进一步加剧了海外进口煤煤价上升。若国内市场煤价持续维持高位或将对火电企业盈利修复产生不利影响。

**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。

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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402