

石油化工组
分析师：许隽逸（执业 S1130519040001）
xujunyi@gjzq.com.cn

4月电力：经济复苏，二产支撑用电增长

- 4月全社会用电增速提升至8.5%，三大产业均同比正增长。4月全社会用电量6900.5亿千瓦时。分一/二/三产看，第一产业用电量87.0亿千瓦时，同比增长11.4%；第二产业用电量4814.3亿千瓦时，同比增长7.8%；第三产业用电量1155.2亿千瓦时，同比增长17.9%；城乡居民用电量844.1亿千瓦时，同比上升0.9%。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63.2%，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。

(1) TMT板块—用电量同比增速为9.1%，增幅环比收窄4.5pcts。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9.3%、10.2%、5.3%。

(2) 能源板块—能源板块月度用电量同比增长6.0%，增速较上月环比下降1.3pcts。石油和天然气开采业与石油、煤炭及其他燃料加工业日均用电量高增，分别同比增长5.6%、10.1%。

(3) 地产周期板块—用电增速为6.6%，较上月环比上升0.1pct。所有板块均实现同比正增长，主要由于政策支持及疫情解封后建设进度顺畅。日均用电量同比来看，房地产用电量增幅最大，达22.0%；环比来看，仅农业与采矿业实现日均环比正增长，增速分别为3.3%和1.3%。

(4) 制造板块—制造板块用电量增速为12.2%，较上月增幅环比提升2.5pcts。疫情放开后复工复产渐入佳境，同期低基数下延续高增。细分子行业中，电气设备制造增速最高、达27.7%；电气设备制造业新增用电贡献率仍然最高、达22.3%。

(5) 消费板块—用电量同比增长16.5%，增幅较上月扩大6.9pcts。各细分行业均实现正增长，其中住宿和餐饮业增速最高，达28.8%。日均用电量环比来看，批发和零售业、租赁和商务服务业增速为正，分别为1.6%、1.5%。

(6) 交运板块—交运板块用电量同比增长28.1%，正增长态势延续并且大幅扩大。子行业中，铁路运输业日均用电量同比增长47.2%，道路运输业和其他运输业日均用电量分别同比增长11.0%、11.5%。

- 行业视角：新能源发电设备、新能源整车制造及相关行业用电量保持领涨，电新产业链维持景气。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89.7%、71.2%、52.4%。4月用电增速后十名大多集中在房地产相关行业。降幅前三行业为黄磷、仪器仪表制造业、计算机制造业，分别同比下降19.4%、16.3%、14.4%。2023年4月全国线路损失率3.2%，线路损失量为220.1亿千瓦时。
- 区域视角：4月，全国绝大部分省份用电增速为正。其中，增速超过10%的省份共12个，排名前五省份依次为：上海、吉林、海南、江苏、安徽。江苏连续两个月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、山东、内蒙、浙江和河北，前五名省份增量贡献率高达47.33%；新增贡献率最高的江苏贡献率达17.18%。

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电国际、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：除能源和 TMT 外，其余板块用电增速高于前五年平均.....	5
2.2 TMT 板块：用电增速放缓.....	6
2.3 能源板块：煤炭开采业增速回落.....	7
2.4 地产周期板块：房地产业日均用电环比下降.....	8
2.5 制造板块：电气与交运设备制造日均用电同比增速最高.....	9
2.6 消费板块：批发和零售业新增贡献率保持首位.....	10
2.7 交运板块：疫情解封交运用电需求同比高增.....	11
3、分行业看：电新产业链不改高景气，地产产业链仍承压.....	11
4、分地区看：西部地区用电量持续领涨.....	13
5、投资建议.....	14
6、风险提示.....	14

图表目录

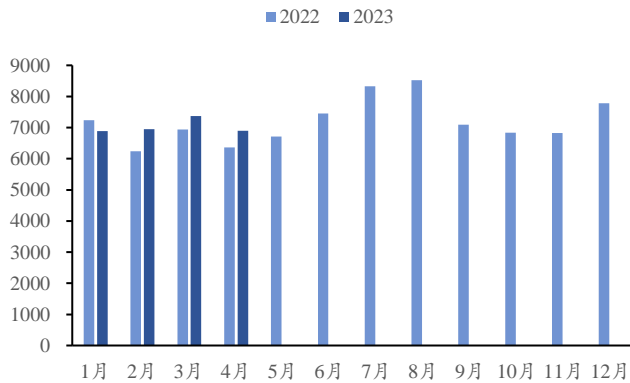
图表 1：2022、2023 年分月全社会用电量（亿千瓦时）.....	4
图表 2：近两年社会用电量增速与 2023/2022CAGR（%）.....	4
图表 3：4 月一/二/三产和居民用电占比.....	4
图表 4：4 月一/二/三产和居民用电新增贡献率（%）.....	4
图表 5：四大高耗能与非高耗能行业用电增速（%）.....	5
图表 6：四大高耗能与非高耗能行业新增贡献率（%）.....	5
图表 7：地产板块用电量同比增速与历史增速对比（%）.....	5
图表 8：能源板块用电量同比增速与历史增速对比（%）.....	5
图表 9：交运板块用电量同比增速与历史增速对比（%）.....	5
图表 10：消费板块用电量同比增速与历史增速对比（%）.....	5
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 4 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（%）.....	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（%）.....	7
图表 20：能源板块子行业用电量月度增速（%）.....	7
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 (%)	8
图表 24: 地产板块子行业用电量月度增速 (%)	8
图表 25: 地产板块子行业用电量占比和新增贡献率 (%)	8
图表 26: 地产周期板块子行业日均用电量增速 (%)	8
图表 27: 制造板块月度用电量增速 (%)	9
图表 28: 制造板块部分子行业用电量月度增速 (%)	9
图表 29: 制造板块部分子行业用电量月度增速 (%)	9
图表 30: 制造板块子行业用电量占比和新增贡献率 (%)	10
图表 31: 制造板块子行业日均用电量同比、环比增速 (%)	10
图表 32: 消费板块月度用电量增速 (%)	10
图表 33: 消费板块子行业用电量月度增速 (%)	10
图表 34: 消费板块子行业用电量占比和新增贡献率 (%)	10
图表 35: 消费板块子行业日均用电量同比、环比增速 (%)	10
图表 36: 交运板块月度用电量增速 (%)	11
图表 37: 交运板块子行业用电量月度增速 (%)	11
图表 38: 交运板块子行业用电量占比和新增贡献率 (%)	11
图表 39: 交运板块子行业日均用电量同比、环比增速 (%)	11
图表 40: 2023 年 4 月用电量增速前十名行业用电量对比 2022 年 4 月用电量 (亿千瓦时, %)	12
图表 41: 2023 年 4 月用电量增速后十名行业用电量对比 2022 年 4 月用电量 (亿千瓦时, %)	12
图表 42: 2023 年 4 月相比 2023 年 4 月用电增速变化前十行业 (%)	13
图表 43: 全国各省用电量增速情况 (%)	13
图表 44: 4 月全国各省当月用电增量贡献率 (%)	14
图表 45: 1~4 月全国各省累计用电增量贡献率 (%)	14

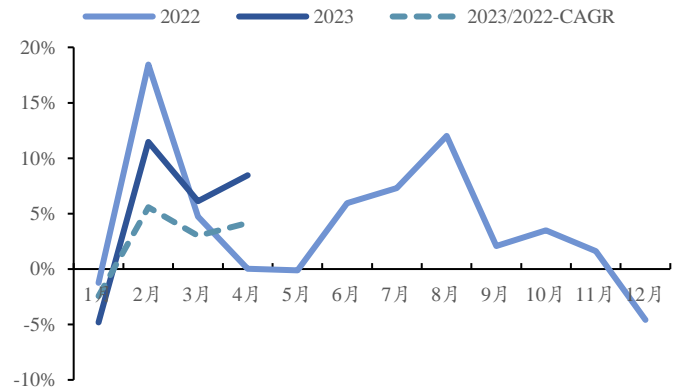
1、分部门看：经济复苏，二产支撑用电需求增长

- 4月全社会用电增速提升至8.5%，三大产业均同比正增长。4月全社会用电量6900.5亿千瓦时。分一/二/三产看，第一产业用电量87.0亿千瓦时，同比增长11.4%；第二产业用电量4814.3亿千瓦时，同比增长7.8%；第三产业用电量1155.2亿千瓦时，同比增长17.9%；城乡居民用电量844.1亿千瓦时，同比上升0.9%。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63.2%，对国内用电需求修复起到明显支撑。

图表1：2022、2023年分月全社会用电量（亿千瓦时）



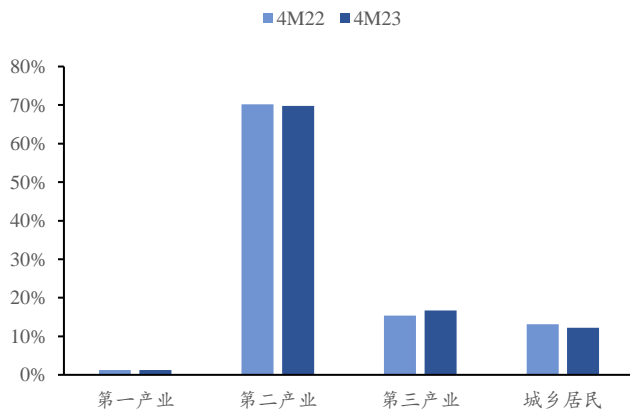
图表2：近两年社会用电量增速与2023/2022CAGR (%)



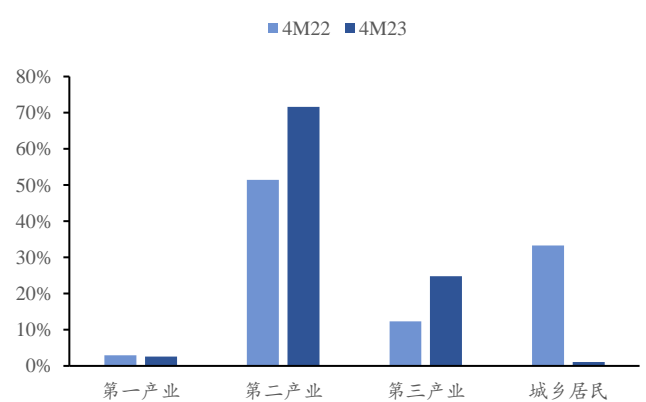
来源：中电联、国金证券研究所

来源：中电联、国金证券研究所

图表3：4月一/二/三产和居民用电占比



图表4：4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

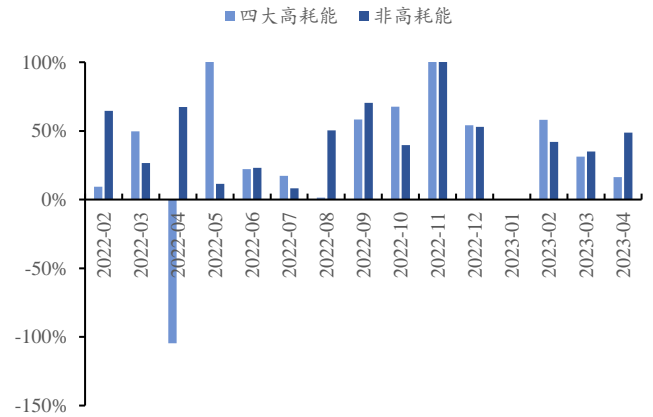
- 四大高耗能与非高耗能行业用电量均上升。4月高耗能行业用电量同比上升4.6%，非高耗能行业用电量同比上升10.2%。新增贡献率方面，4月各行业用电量同比增长531.3亿千瓦时，其中高耗能行业贡献16.4%、非高耗能行业贡献48.8%，用电上升主因全面放开后积压需求逐步释放。

图表5: 四大高耗能与非高耗能行业用电增速 (%)



来源: 中电联、国金证券研究所

图表6: 四大高耗能与非高耗能行业新增贡献率 (%)



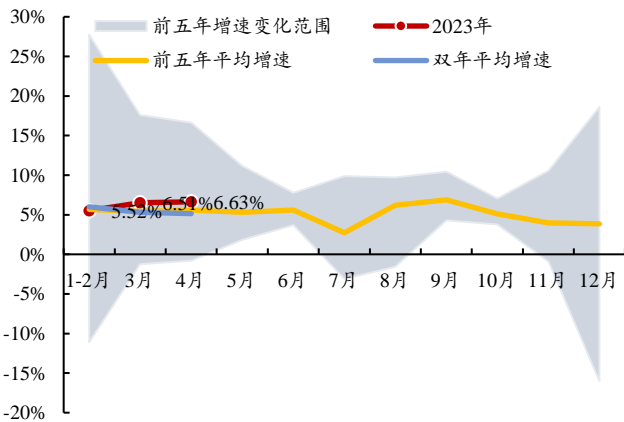
来源: 中电联、国金证券研究所

2、分板块看: 六大板块用电均同比上升

2.1 整体: 除能源和 TMT 外, 其余板块用电增速高于前五年平均

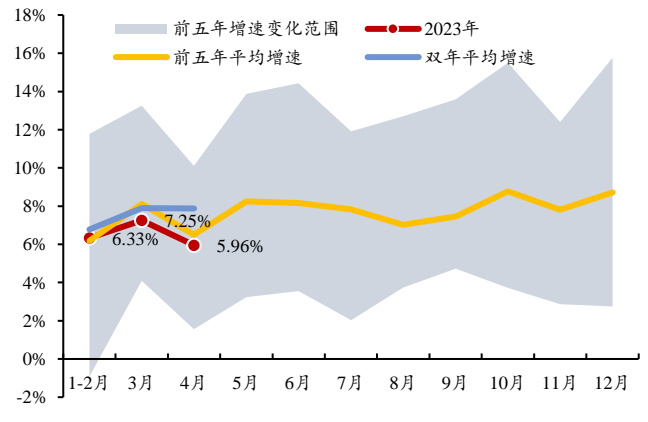
- 4 月份六大板块地产周期、能源、交运、消费、制造、TMT 用电均增, 分别同比上升 6.63%、5.96%、28.14%、16.53%、12.20%、9.06%; 主因全面放开后积压需求释放, 复工复产、复商复市有序推进。总体而言, 4 月六大板块增速除能源、TMT 外, 用电增速均高于前五年平均增速。

图表7: 地产板块用电量同比增速与历史增速对比 (%)



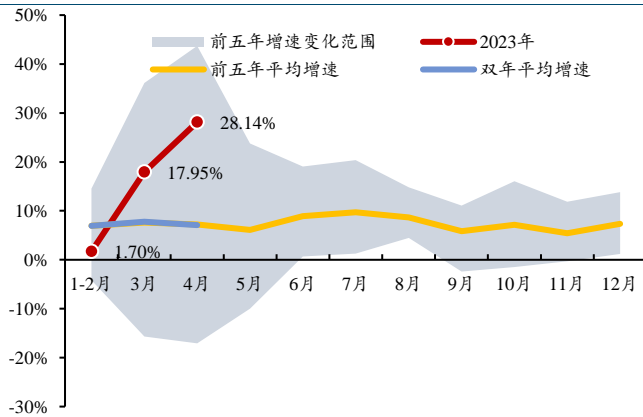
来源: 中电联、国金证券研究所

图表8: 能源板块用电量同比增速与历史增速对比 (%)



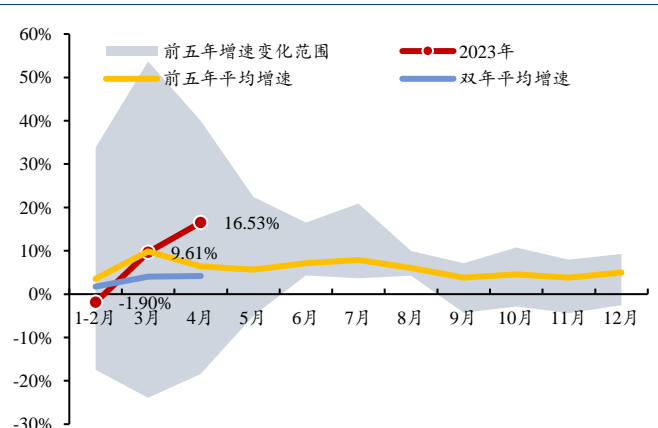
来源: 中电联、国金证券研究所

图表9: 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

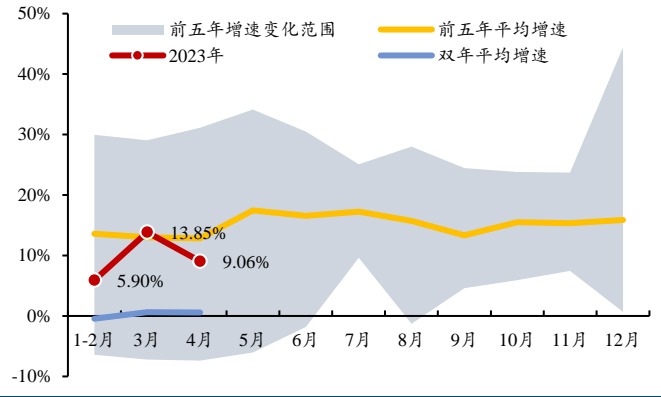
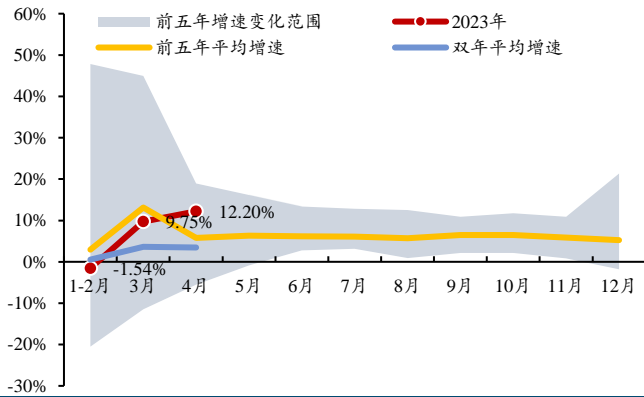
图表10: 消费板块用电量同比增速与历史增速对比 (%)



来源: 中电联、国金证券研究所

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

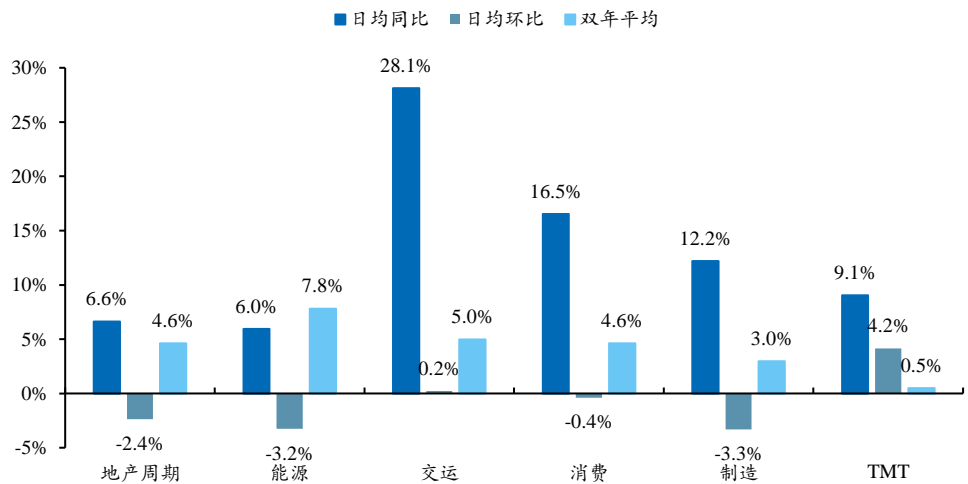
图表13: 六大板块4月同比增速与对应历史月度增速 (%)

	地产周期	能源	交运	消费	制造	TMT
4月同比	6.6%	6.0%	28.1%	16.5%	12.2%	9.1%
2023/2021AGR	3%	3%	13%	8%	6%	4%
历史同比						
2018年	6.32%	12.92%	14.45%	3.88%	6.37%	27.88%
2019年	3.61%	5.45%	7.97%	8.97%	5.83%	14.16%
2020年	-0.82%	1.55%	-17.08%	-18.38%	-0.65%	20.97%
2021年	16.64%	10.11%	43.71%	39.98%	18.94%	31.11%
2022年	2.65%	9.70%	-14.01%	-6.07%	-5.52%	-7.38%
2023年	5.14%	7.88%	7.08%	4.18%	3.44%	0.60%

来源: 中电联、国金证券研究所

- 4月日均用电量从同比来看, 六大板块中交运板块日均用电量同比增速最高, 为28.1%; 环比来看, TMT 板块日均用电量较上月环比增长4.2%、增幅最高。除TMT 板块外, 交运板块日均用电量较上月环比增长0.2%, 其余板块日均用电量均环比下降; 其中, 制造板块环比降幅最大、达3.3%。用电增速与制造业PMI 环比下降一致反映出内外需疲软导致经济复苏转弱。

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 (%)



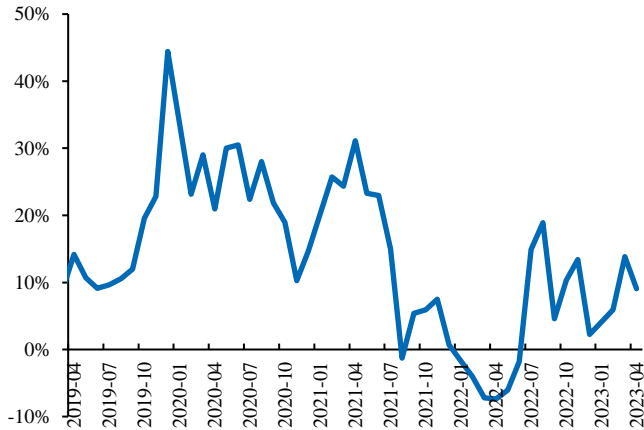
来源: 中电联、国金证券研究所

2.2 TMT 板块: 用电增速放缓

- TMT 板块4月用电量同比增速为9.1%, 增速环比收窄4.5pcts。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9.3%、10.2%、5.3%。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47.2%; 互联网服务与电信、广播电视

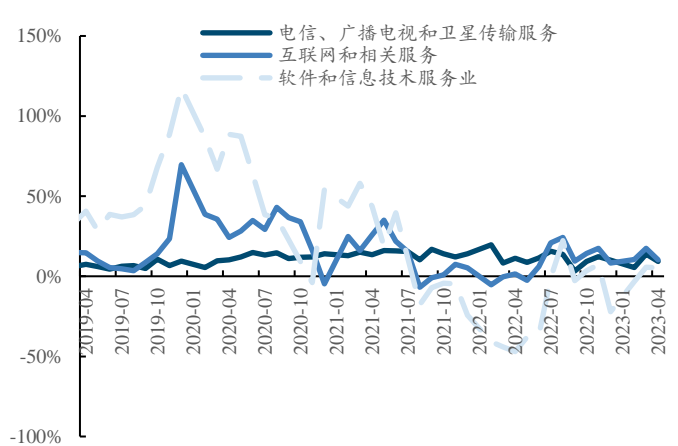
和卫星传输服务新增贡献率接近，分别达 48.5%和 42.6%。

图表15: TMT 板块月度用电量增速 (%)



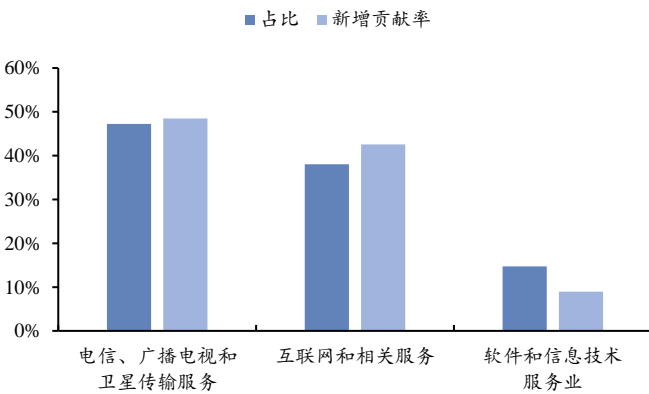
来源: 中电联、国金证券研究所

图表16: TMT 板块子行业用电量月度增速 (%)



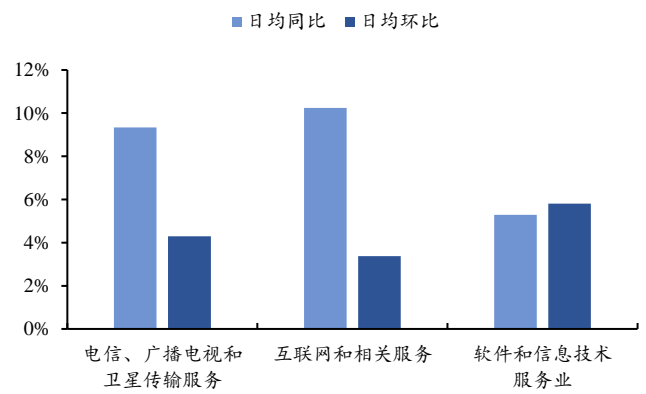
来源: 中电联、国金证券研究所

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 (%)

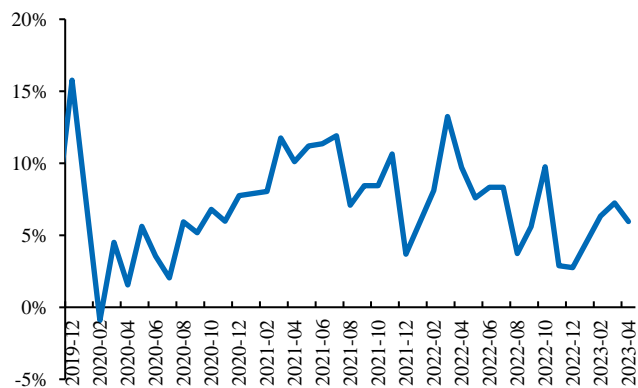


来源: 中电联、国金证券研究所

2.3 能源板块: 煤炭开采业增速回落

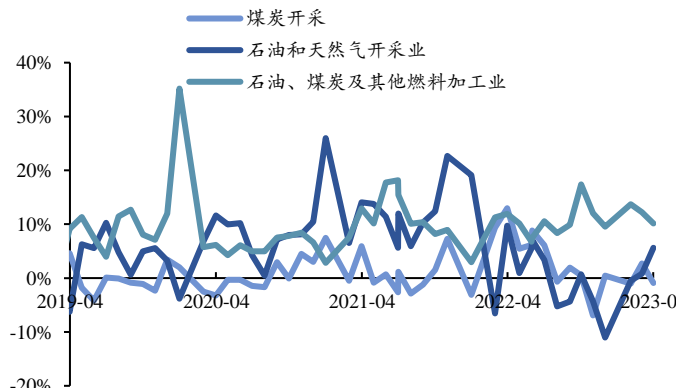
- 4 月, 能源板块月度用电量同比增长 6.0%, 较上月环比收窄 1.3pcts。石油和天然气开采业与石油、煤炭及其他燃料加工业日均用电量高增, 分别同比增长 5.6%、10.1%; 与双年均值/五年均值相比增速稍显疲弱, 主受同期高基数影响。当期用电量增量主要来自用电量占比 53.9%的石油、煤炭及其他燃料加工业, 其新增贡献率达 88.2%。

图表19: 能源板块月度用电量增速 (%)



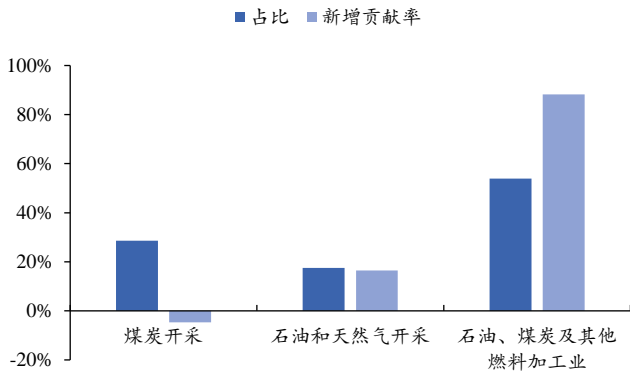
来源: 中电联、国金证券研究所

图表20: 能源板块子行业用电量月度增速 (%)



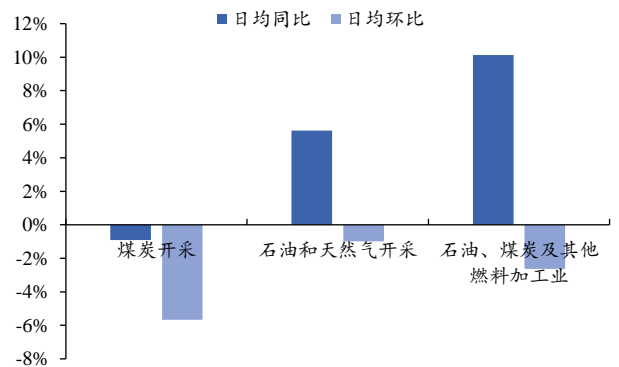
来源: 中电联、国金证券研究所

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 (%)

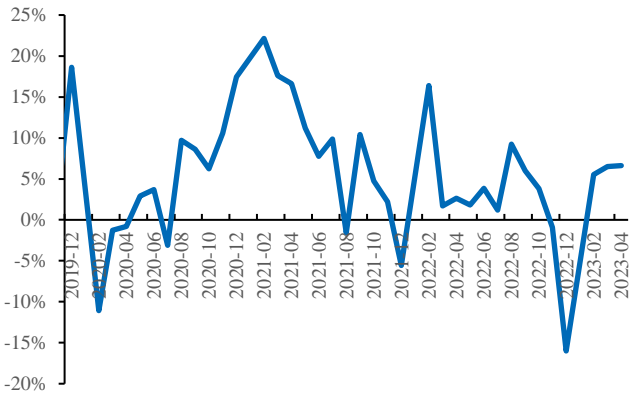


来源: 中电联、国金证券研究所

2.4 地产周期板块: 房地产业日均用电环比下降

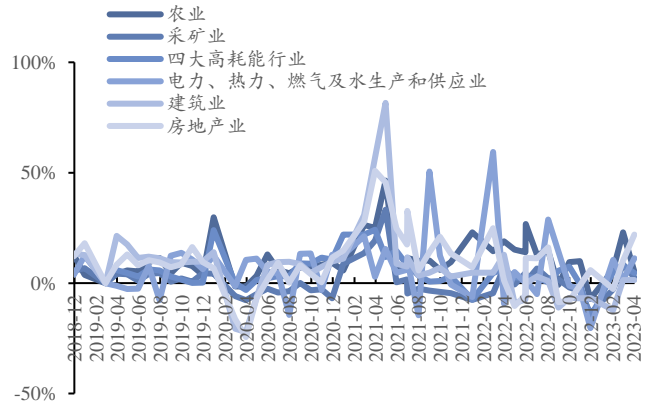
- 地产周期板块4月用电增速为6.6%，较上月环比提升0.12pct。所有子板块均实现同比正增长，主要由于政策支持及疫情解封后建设进度顺畅。日均用电量同比来看，房地产用电量增幅最大，达22.0%；日均环比来看，仅农业与采矿业实现增长，增速分别为3.3%、1.2%；其中电力、热力板块受季节性因素影响下降最多，达8.2%。从新增贡献率上看，四大高耗能贡献率最高，达43.0%。

图表23: 地产周期板块月度用电量增速 (%)



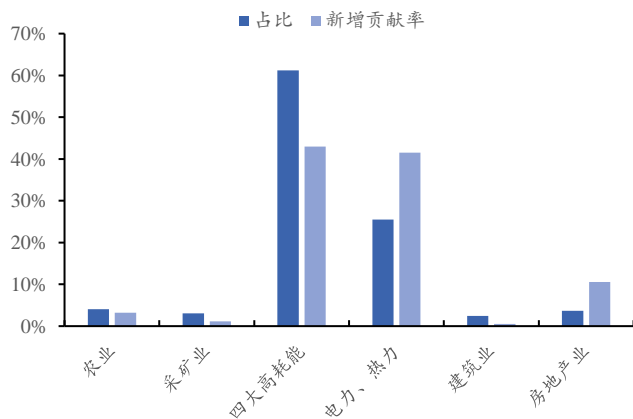
来源: 中电联、国金证券研究所

图表24: 地产板块子行业用电量月度增速 (%)



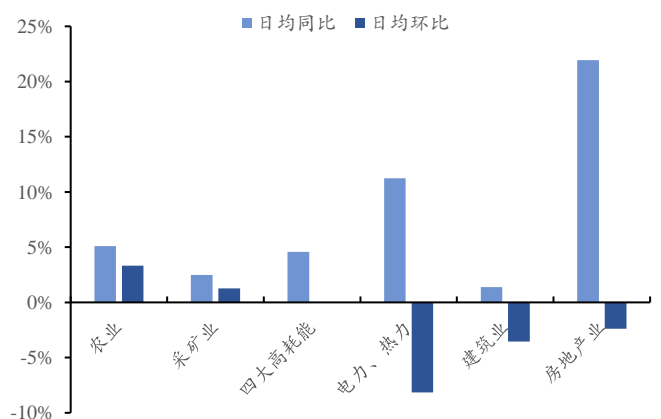
来源: 中电联、国金证券研究所

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 (%)

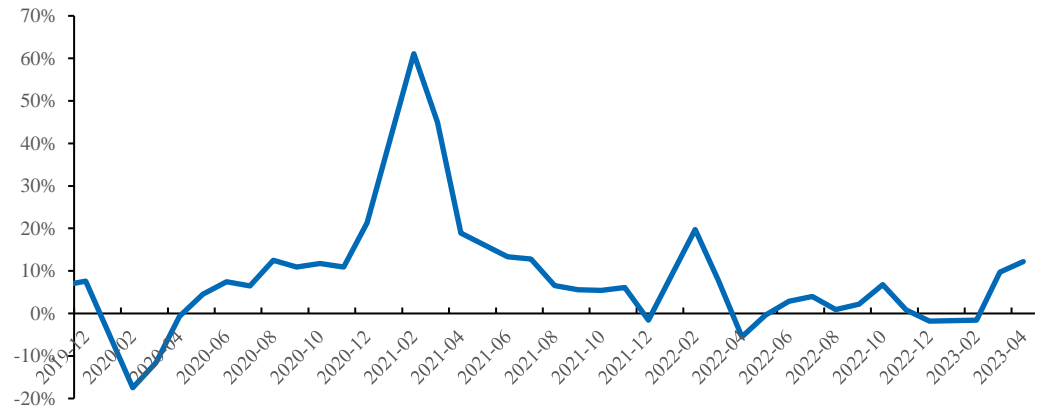


来源: 中电联、国金证券研究所

2.5 制造板块：电气与交运设备制造日均用电同比增速最高

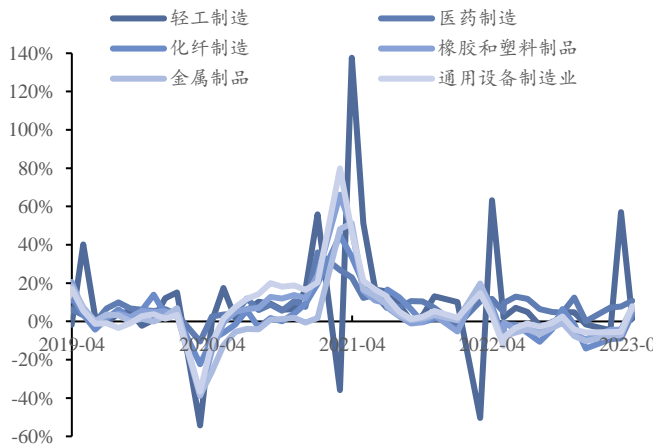
- 4月制造板块用电量增速为12.2%，较上月环比提升2.5pcts。疫情放开后复工复产渐入佳境，同期低基数下延续高增。细分子行业中，电气设备制造增速最高，同比增加27.7%；电气设备制造业新增用电贡献率仍然最高，达22.3%。日均用电量同比来看，细分子行业中用电量下降的为仪器仪表制造和设备修理；环比来看，细分子行业中日均用电量环比下滑居多，仅医药制造、化纤制造、TMT制造、仪器仪表制造保持正增长，增速分别为0.7%、1.4%、0.1%、1.9%。

图表27：制造板块月度用电量增速（%）



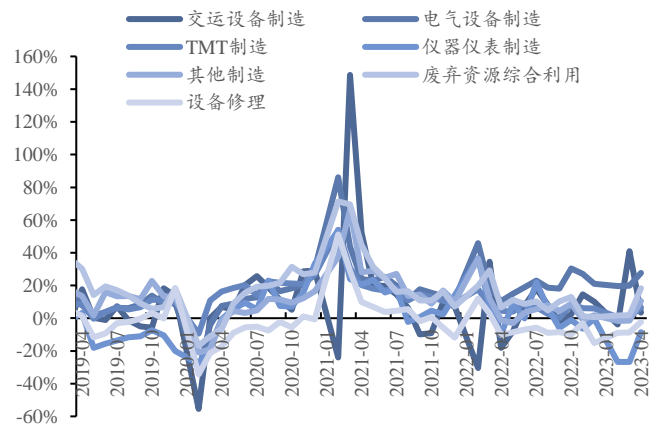
来源：中电联、国金证券研究所

图表28：制造板块部分子行业用电量月度增速（%）



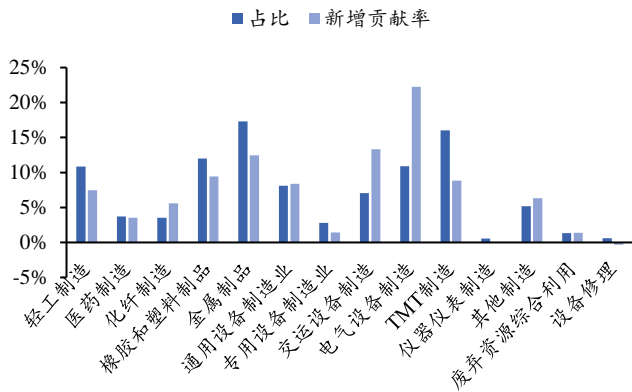
来源：中电联、国金证券研究所

图表29：制造板块部分子行业用电量月度增速（%）

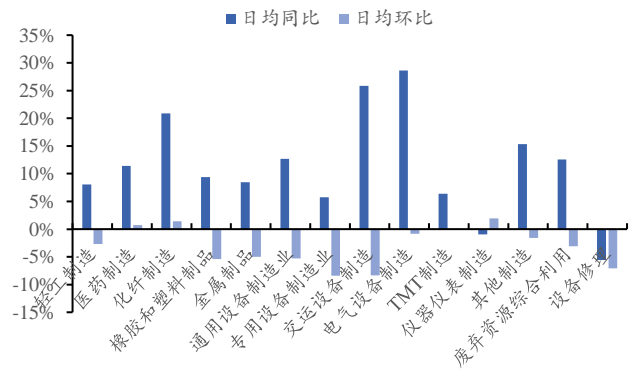


来源：中电联、国金证券研究所

图表30: 制造板块子行业用电量占比和新增贡献率 (%)



图表31: 制造板块子行业日均用电量同比、环比增速 (%)



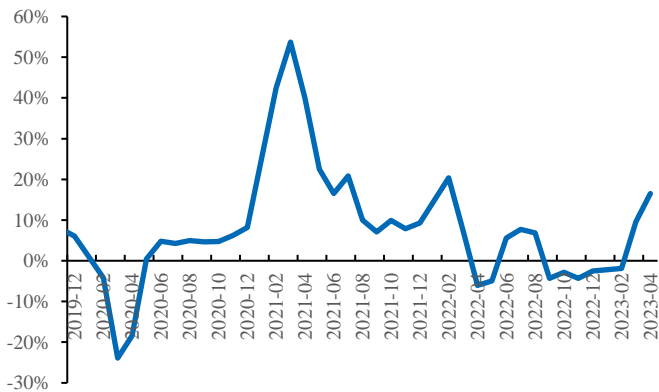
来源: 中电联、国金证券研究所

来源: 中电联、国金证券研究所

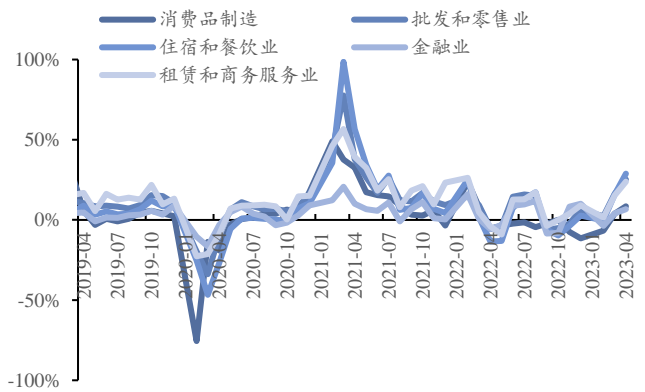
2.6 消费板块: 批发和零售业新增贡献率保持首位

- 4月, 消费板块用电量同比增长 16.5%, 较上月增速提升 6.9pcts。各细分行业均实现增长, 其中住宿和餐饮业增速最高, 达 28.8%。日均用电量环比来看, 仅批发和零售业、租赁和商务服务业实现正增长, 增速为 1.6%、1.5%; 从新增贡献率看, 批发和零售业贡献率达 47.1%, 连续四个月位列所有子行业第一, 说明全面放开后消费修复稳步推进, 并成为拉动经济增长的中坚力量。

图表32: 消费板块月度用电量增速 (%)



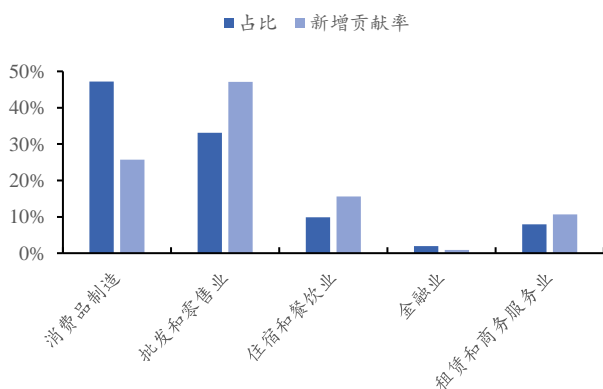
图表33: 消费板块子行业用电量月度增速 (%)



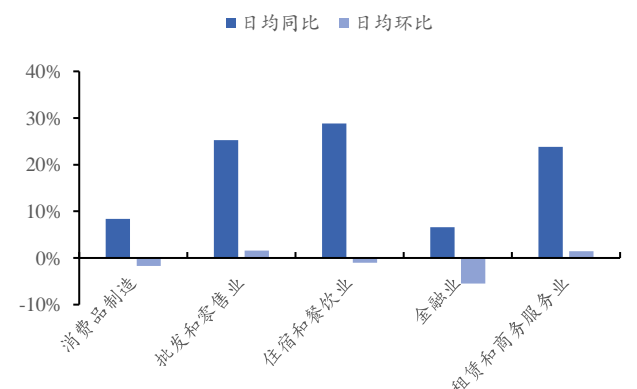
来源: 中电联、国金证券研究所

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 (%)



图表35: 消费板块子行业日均用电量同比、环比增速 (%)



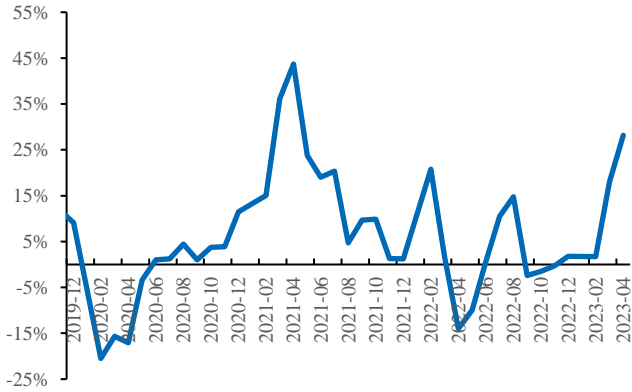
来源: 中电联、国金证券研究所

来源: 中电联、国金证券研究所

2.7 交运板块：疫情解封交运用电需求同比高增

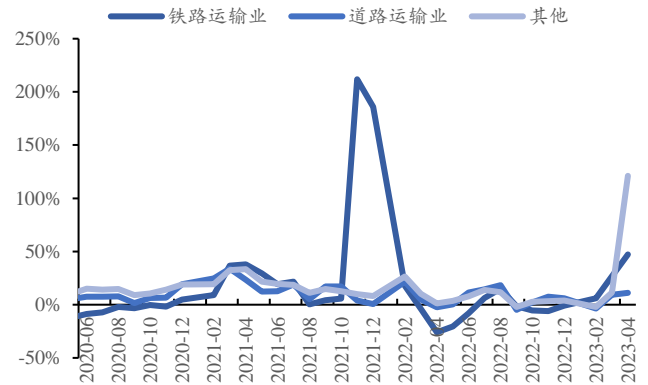
- 4月，交运板块用电量同比增长28.1%，正增长态势维持且幅度扩大。子行业中，铁路运输业日均用电量同比增长47.2%，道路运输业和其他运输业日均用电量同比分别增长11.0%和11.5%；从日均环比来看，日均用电量环比均下降，其中道路运输业下降0.2pct。

图表36：交运板块月度用电量增速（%）



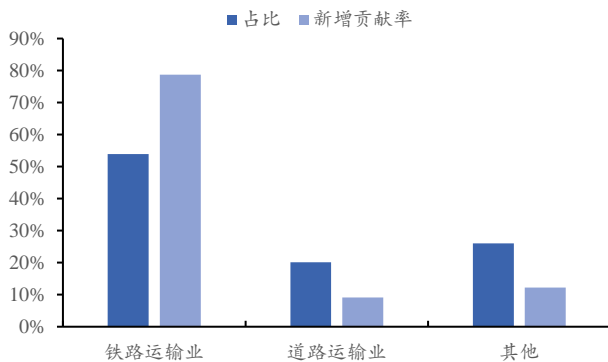
来源：中电联、国金证券研究所

图表37：交运板块子行业用电量月度增速（%）



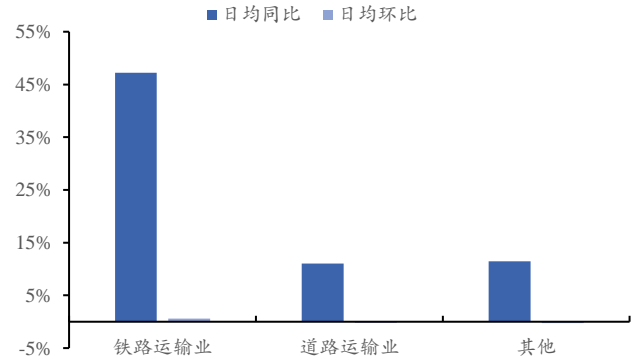
来源：中电联、国金证券研究所

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（%）

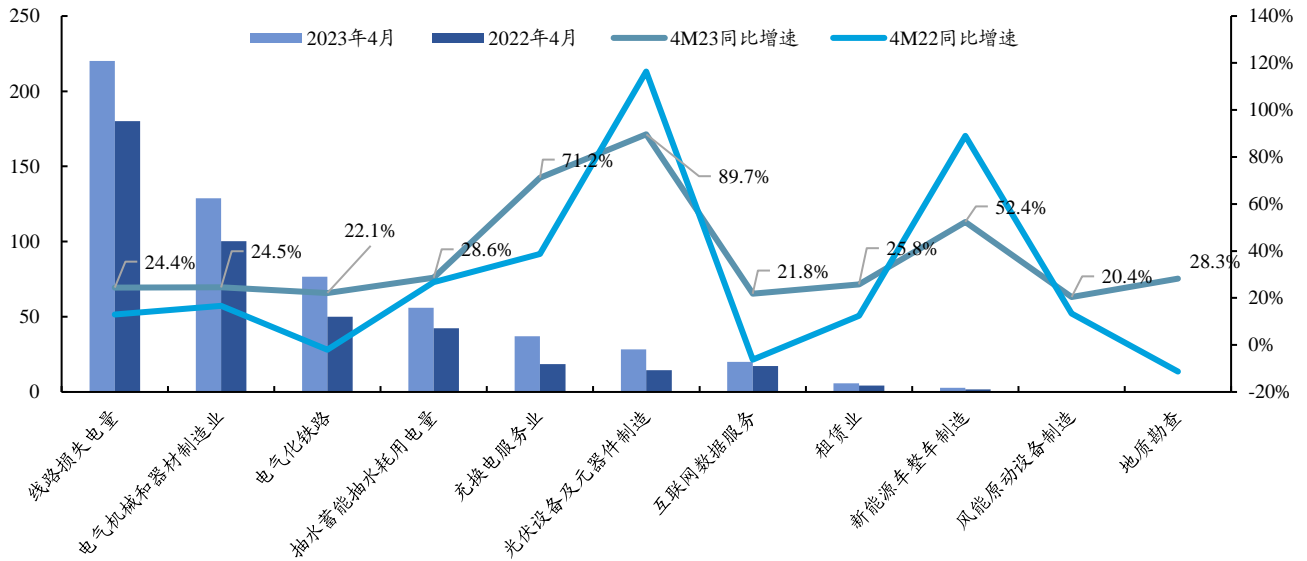


来源：中电联、国金证券研究所

3、分行业看：电新产业链不改高景气，地产产业链仍承压

- 新能源发电设备、新能源整车制造及相关行业用电量保持领涨，电新产业链维持景气。124个细分行业中，4月共有106个行业用电量实现同比正增长。4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，还包括新进的电气化铁路等行业。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89.7%、71.2%、52.4%。

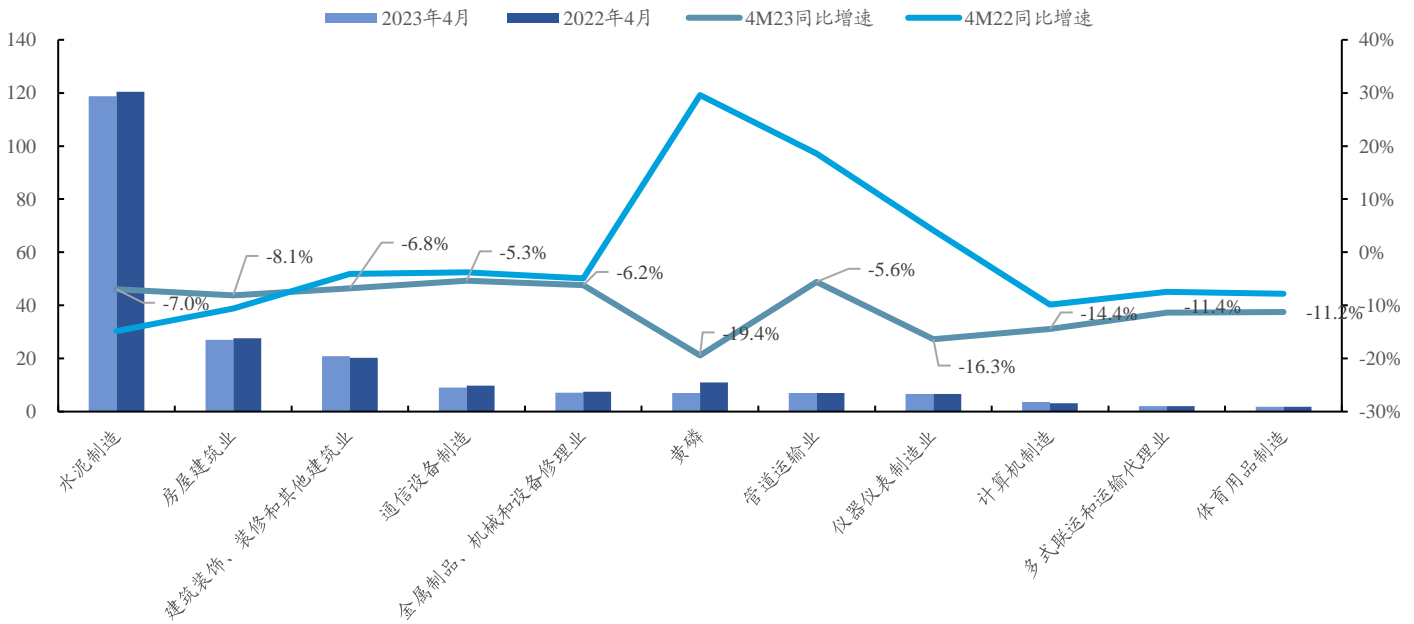
图表40: 2023年4月用电量增速前十名行业用电量对比2022年4月用电量(亿千瓦时, %)



来源: 中电联、国金证券研究所

- 4月用电增速后十名大多集中在房地产相关行业。降幅前三行业为黄磷、仪器仪表制造业、计算机制造业, 分别同比下降19.4%、16.3%、14.4%。2023年4月全国线路损失率3.2%, 线路损失量为220.1亿千瓦时。

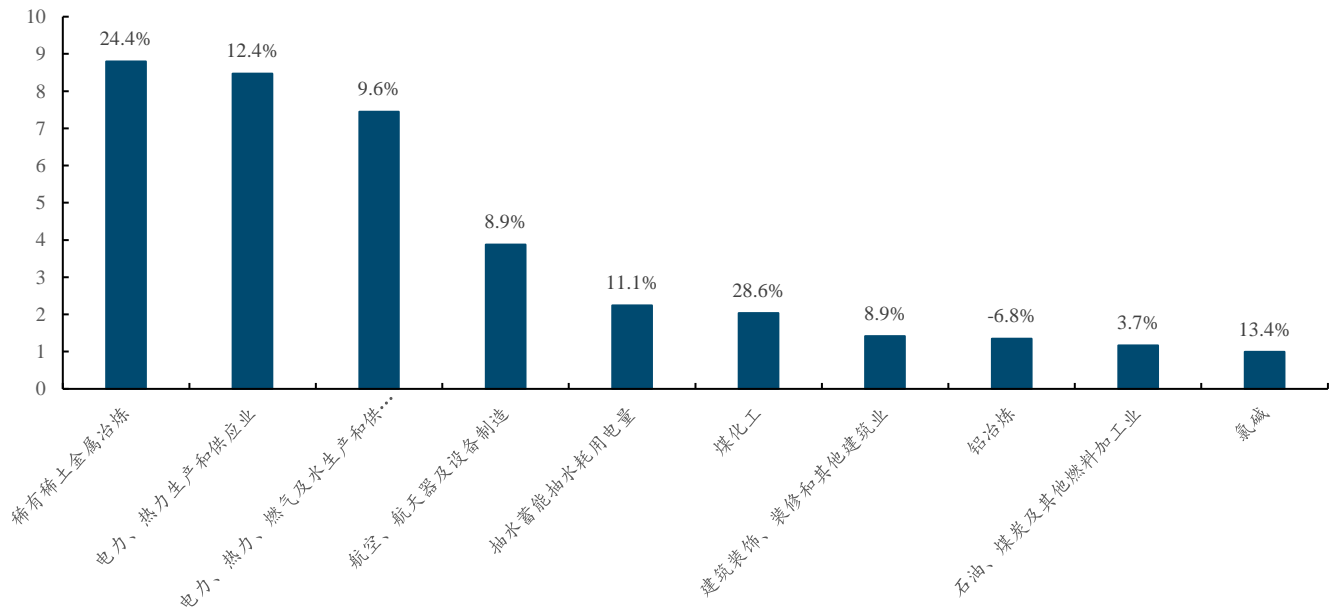
图表41: 2023年4月用电量增速后十名行业用电量对比2022年4月用电量(亿千瓦时, %)



来源: 中电联、国金证券研究所

- 环比: 除线损外, 稀有金属冶炼行业用电增速环比增幅最大。4月, 用电增速环比变化幅度前十行业包括稀有稀土金属冶炼、电力、热力、燃气及水生产和供应业、航空、航天器及设备制造、抽水蓄能抽水耗用电量、煤化工、建筑装饰、装修和其他建筑业、铝冶炼、石油、煤炭及其他燃料加工业、氯碱。另外, 4月当月用电增速环比上月降幅前十的行业包括新能源车整车制造、水泥制造、风能原动设备制造和计算机制造业。

图表42: 2023年4月相比2022年4月用电增速变化前十行业(%)

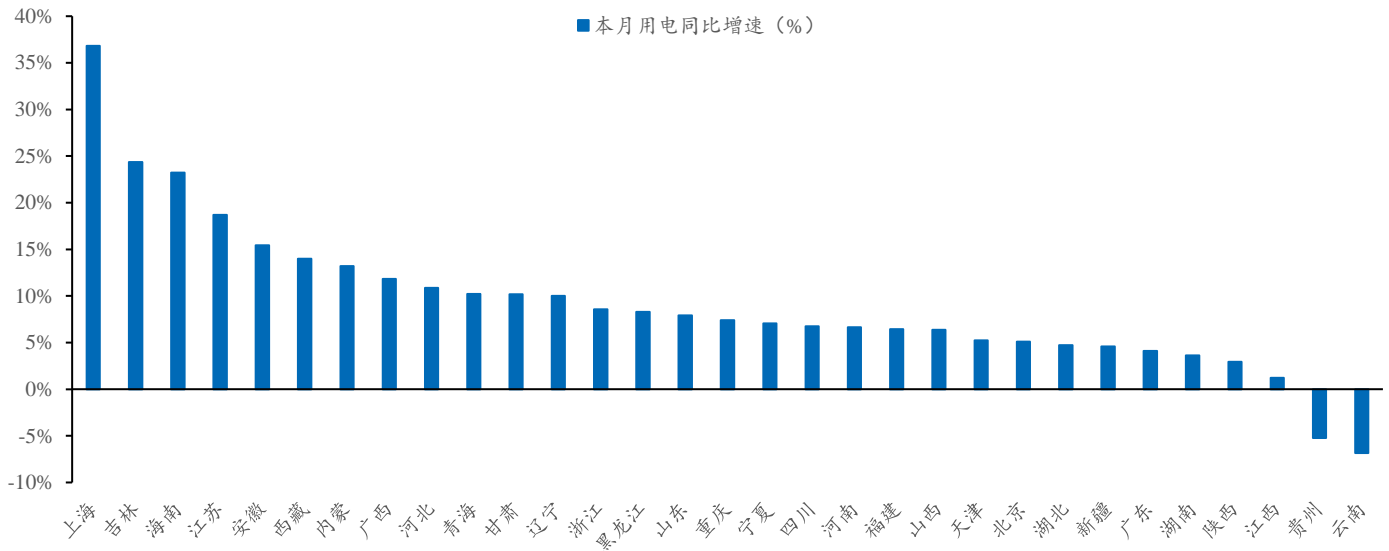


来源: 中电联、国金证券研究所

4、分地区看: 西部地区用电量持续领涨

- 4月, 全国绝大部分省份用电增速为正。增速超过10%的省份共12个, 依次为: 上海、吉林、海南、江苏、安徽、西藏、内蒙、广西、河北、青海、甘肃、辽宁, 用电量分别同比增长36.8%、24.4%、23.2%、18.7%、15.4%、14.0%、13.2%、11.8%、10.9%、10.2%、10.2%和10.0%。

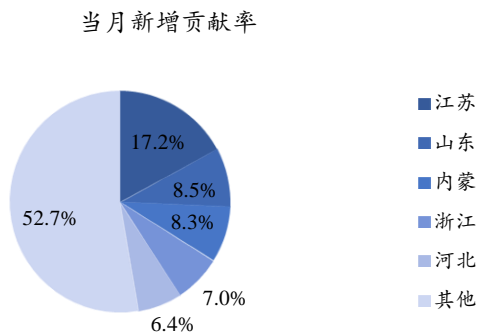
图表43: 全国各省用电量增速情况(%)



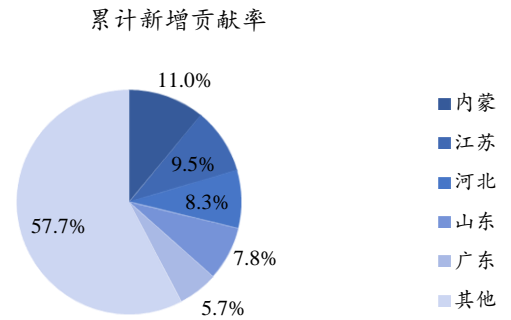
来源: 中电联、国金证券研究所

- 4月, 江苏当月用电增量贡献率最高、内蒙累计用电增量贡献率最高。各省当月用电增量贡献率前五省份分别为江苏、山东、内蒙、浙江和河北, 前五省份增量贡献率高达47.3%; 新增贡献率最高的江苏贡献率达17.2%, 连续两个月保持第一。1~4月, 内蒙用电增量累计贡献率最高, 各省增量贡献率前五省份依次为内蒙、江苏、河北、山东、广东, 前五省份合计贡献率达42.3%。

图表44：4月全国各省当月用电增量贡献率(%)



图表45：1~4月全国各省累计用电增量贡献率(%)



来源：中电联、国金证券研究所

来源：中电联、国金证券研究所

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: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806