

电力设备与新能源行业研究 买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

新能源与电力设备组

分析师：姚遥（执业 S1130512080001）

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：宇文甸（执业 S1130522010005）

yuwendian@gjzq.com.cn

联系人：张嘉文

zhangjiawen@gjzq.com.cn

联系人：胡竞楠

hujingnan@gjzq.com.cn

光储 6 月装机超预期，下半年将继续加速

子行业周度核心观点：

光伏&储能：6月国内新增装机17GW，同增140%，环增33%，在“快速跌价抑制短期需求释放”的预期下，该装机数字无疑是超预期的，也印证“降价激发潜在需求”才是更核心的逻辑；在欧洲进入夏休假期、国内630抢装需求发力等因素的共同影响下，6月光伏出口数据环比略降符合预期，重申我们对欧洲组件“库存”问题的分析逻辑与观点；6月国内储能装机创单月新高，下半年将加速放量。

氢能与燃料电池：氢能全产业链进入发展名单，产业正式进入发展快车道，国家发改委2023年产业结构调整指导目录征求意见稿发布；上海发布氢能推广应用方案，燃料电池汽车放量明确，坚定看好后续城市群完成预期规划。

电网：电改重要指导文件或审议通过，今年以来重磅政策密集出台，展现能源及电力体系改革转型决心。在电改持续深化、新型电力系统加速构建的背景下，我们重点推荐三条具有结构性机会、周期性被削弱、景气度持续时间较长的投资主线：以虚拟电厂、综合能源管理、储能为代表的用电侧主线；配网智能化主线；特高压主线。

本周重要行业事件：

光储风：光伏行业半年度回顾展望会（含供应链论坛及异质结产业论坛）在宣城举办；能源局发布6月光伏风电新增装机数据，均同环比大增；中关村储能产业联盟发布1-6月国内储能累计新增装机已超去年全年；通威内蒙古20万吨硅料项目举行开工仪式；硅料/电池片价格本周继续小幅反弹。

氢能与燃料电池：Enapter AG交付亚洲首个商业化站内AEM制氢加氢站电解槽订单30台；4000万方/年内蒙古达拉特旗制氢工厂和制加一体站投资项目签约；内蒙古制氢加氢一体项目新进展，制氢规模达500Nm³/h。

电网：1-6月份，电网工程完成投资2054亿元，同比增长7.8%，其中6月单月完成投资654亿元，同比增长28.5%。

投资建议与估值

详见报告正文各子行业观点详情。

风险提示

政策调整、执行效果低于预期风险；产业链价格竞争激烈程度超预期风险。

子行业周观点详情

- **光伏&储能：**6月国内新增装机17GW，同增140%，环增33%，在“快速跌价抑制短期需求释放”的预期下，该装机数字无疑是超预期的，也印证“降价激发潜在需求”才是更核心的逻辑；在欧洲进入夏休假期、国内630抢装需求发力等因素的共同影响下，6月光伏出口数据环比略降符合预期，重申我们对欧洲组件“库存”问题的分析逻辑与观点；6月国内储能装机创单月新高，下半年将加速放量。
- 本周能源局公布1-6月国内新增光伏装机78.4GW，同增154%，其中6月新增17.2GW，同增140%，环增33%。前期5-6月产业链价格开始快速下跌并逐渐探底，终端客户观望情绪浓重，市场对6月装机数据预期偏低，最终国内6月装机实现三位数同比增长和可观幅度的环比增长，完全可看作是一个超预期的结果。尽管6月装机高增或存在部分项目有630并网截止日要求的因素，但目前看起来，今年以来组件价格的大幅快速下降，在造成“买涨不买跌”和“激发潜在需求”两种看似矛盾的潜在影响之间，显然是后者的效果更加明显，结合前期能源局公布的风光消纳数据看，至少目前国内装机仍尚未因消纳压力产生明显的限制。
- 近期产业链上游价格触底，对应组件价格底部逐渐清晰，对价格快速波动较敏感的国内集中式电站需求大概率将从下半年开始加速释放，同时户用、工商业等分布式项目的经济性也随组件降价大幅提升，上半年分布式装机占比维持高位显示出潜在分布式需求的巨大弹性，我们去年年度策略预测的“国内全年新增装机150GWac、同比增速超70%”大概率超额完成。
- 同时，本周海关公布6月国内光伏组件出口16.6GW，同比+9%，环比-8%；电池片出口2.6GW，环比-51%，同比+48%。1-6月累计出口组件99GW，同比+18%；电池片出口20.3GW，同比+79%；电池组件累计出口119GW，同比+25%。6月全国逆变器出口金额67亿元，同比+41%，环比-10%；1-6月逆变器累计出口424亿元，同比+109%，6月逆变器出口环比变化与组件情况类似。
- 在产业链价格大幅调整导致海外需求观望、欧洲进入夏休假期、国内630抢装需求发力等因素的共同影响下，6月出口数据环比略降符合预期。从地区分布看，南非、巴基斯坦等新兴市场组件需求继续保持快速增长，6月出口分别同比+515%/56%；向欧洲主要国家6月组件出口约8.2GW，同比-4.0%、环比-18%，主要因价格快速下跌导致欧洲库存增加，且夏休假期即将来临；1-6月对欧洲累计出口超50GW，占总出口量比例约52%，同比+20%。
- 本周有行业媒体报道“欧洲组件库存或超40GW”引发市场关注，我们认为该数据大概率并非通过完备的经销商和企业仓库调研数据自下而上累加获得，更大的可能性是基于中欧海关的组件进出口数据，以及欧洲光伏协会(SPE)公布的“装机数据”，通过一定的数据修正算法“计算”得到。我们再次重申一下关于欧洲装机数据和组件出口量之间产生巨大差额的集中可能来源：1)SPE公布的是交流侧口径装机量，由于欧洲大部分地区日照小时数偏低，项目平均容配比或高于国内及其他地区，预计平均可达1.25-1.3左右，部分项目甚至可高达1.4-1.5，此处即产生25-30%的GW数差异；2)各国统计机构普遍仅能统计到规模以上(如MW级)的并网项目装机，考虑过去一年多欧洲能源危机造成的用户侧装机大爆发，或有大量小型分布式/离网系统未能被官方纳入统计结果；3)在终端需求和行业规模快速扩张的过程中，正常的渠道库存也确实会存在一定的“膨胀”效应。此外，由于国内需求在上下半年分布的显著不均衡性，从组件企业产能分配的角度出发，对海外市场的发货也在一定程度上存在主动的“上半年垒库、下半年消库”的经营策略。
- 从近期产业链中硅料、电池片价格开始企稳反弹，电池片盈利维持相对高位的情况来看，终端需求陆续恢复释放、产业链开工恢复环比增长的趋势明确，我们预计，行业整体排产和出货量水平在下半年仍将继续保持逐月环比提升的趋势，并将大概率在Q3末/Q4初达到组件端排产50GW+（年化600GW+）的强度水平。
- 储能方面，本周中关村储能产业联盟发布数据，6月国内新型储能新增装机3.5GW/7.2GWh，1-6月累计装机8GW/18.2GWh，已超去年全年新增装机规模。6月国内共发布156个电力储能项目(含规划、建设和运行)，规模合计14.7GW/31.6GWh，其中锂离子电池规模达13.1GW/27.6GWh，功率规模环比上涨52%。从区域分布上看，6月新型储能项目(含规划、建设和运行)主要分布在内蒙古、宁夏、山东、湖南、甘肃等27个省份，内蒙古新型储能市场规模远超其他省份达到3.7GW/7.1GWh，其中内蒙古库布齐沙漠鄂尔多斯南部新能源基地项目占据该省新增规模的65%，该项目规划配套储能2.4GW/4.8GWh。西北地区拥有丰富的风光资源，随着风光发电项目和新能源基地的规划建设，内蒙古、宁夏、甘肃、青海新能源配储需求凸显。630抢装期间储能单月装机量创历史新高，预计今年国内储能装机量有望达到40GWh，大储公司已逐步进入业绩释放期。
- 投资建议：近期板块仍处于情绪、估值、预期的三重低位，下半年β修复空间大；行业全面过剩背景下，重点布局α突出的环节/公司/主线：1)对中长期盈利维持能力和中长期竞争格局稳定性都存在低估的一体化组件龙头；2)抗光伏主产业链波动能力强的储能及运营商；3)凭借α突出的业务或产品线布局而具备穿越周期能力的强周期环节(硅料/硅片/设备)龙头；4)方向明确、催化不断的电镀铜(HJT)&钙钛矿新技术方向的设备/材料龙头；5)盈利触底、随排产提升存在盈利向上弹性且龙头优势突出的辅材/耗材环节。(详细的完整推荐组合请参见7月13日发布的中期策略报告)
- **氢能&燃料电池：**氢能全产业链进入发展名单，产业正式进入发展快车道，国家发改委2023年产业结构调整指导目录征求意见稿发布。国家发改委发布《产业结构调整指导目录(2023年本，征求意见稿)》，由鼓励、限制和淘汰三类目录组成，鼓励类主要是对经济社会发展有重要促进作用的技术、装备及产品，其中可再生能源制氢，液态、

固态和气态储氢，管道拖车运氢，管道输氢，加氢站，氢电耦合等氢能技术推广应用等均为鼓励类。氢能全产业链进入发展名单，产业正式进入发展快车道。氢能制储运加用全产业链加速发展，政策鼓励在电力消纳和存储、可再生能源利用、钢铁、石化化工、汽车和建材等领域应用，在“能耗双控”逐步转向“碳排放双控”背景下，氢能产业落地加速，关注产业链空间大和价值量高的环节。

- 上海发布氢能推广应用方案，燃料电池汽车放量明确，坚定看好后续城市群完成预期规划。7月20日，上海市交通委发布《上海交通领域氢能推广应用方案（2023-2025年）》，到2025年，力争实现示范应用燃料电池汽车总量超过1万辆，完成不少于70座加氢站建设，并且积极鼓励交通领域氢能示范应用，加强对加氢站建设、氢气价格稳定、车辆运营等方面的政策支持，保持购置和运营补贴政策的持续性和稳定性，降低试点应用经济负担。上海政策的发布使得燃料电池车的放量明确性进一步加强，其余示范城市群有望后续跟进。利好环节：
- ①上游：在政策的支持与相关电解制氢项目的开展下，随着电解槽技术的突破以及副产氢的区域和资源限制，电解氢的渗透率将逐步提升，建议关注布局电解槽企业。
- ②中游：在地方政策规划持续加码下，加氢站建设加速，为FCV的放量和运营做出保障，建议关注布局加氢站建设和设备企业。同时叠加订单的增长，FCV将持续放量，带动核心零部件领域放量，燃料电池核心零部件的发展将加快燃料电池产业化进程，建议关注燃料电池核心零部件头部企业IPO进度。
- ③下游：FCV迎来放量，利好燃料电池系统及核心零部件企业。
- 电网：电改重要指导文件或审议通过，今年以来重磅政策密集出台，展现能源及电力体系改革转型决心。在电改持续深化、新型电力系统加速构建的背景下，我们重点推荐三条具有结构性机会、周期性被削弱、景气度持续时间较长的投资主线：以虚拟电厂、综合能源管理、储能为代表的用电侧主线；配网智能化主线；特高压主线。
- 7月11日召开的中央全面深化改革委员会第二次会议，审议通过了《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》等六项文件，会议强调：1)要深化电力体制改革，加快构建清洁低碳、安全充裕、经济高效、供需协同、灵活智能的新型电力系统，更好推动能源生产和消费革命，保障国家能源安全。2)要科学合理设计新型电力系统建设路径，在新能源安全可靠替代的基础上，有计划分步骤降低传统能源比重。3)要健全适应新型电力系统的体制机制，推动加强电力技术创新、市场机制创新、商业模式创新。4)要推动有效市场同有为政府更好结合，不断完善政策体系，做好电力基本公共服务供给。
- 同日，国家电网有限公司董事长、党组书记辛保安在《中国电力与能源》上发表署名文章《新型电力系统构建方法论研究》，深刻阐述电力系统发展逻辑与规律，分析新型电力系统“是什么”、“怎么建”等关键难点，首次提出包含理论创新、形态创新、技术创新、产业创新、组织创新五大维度的新型电力系统创新体系。
- 2023年重磅政策密集出台，展现能源及电力体系改革转型决心。2023年5月，发改委接连印发《关于第三监管周期省级电网输配电价及有关事项的通知》、《电力需求侧管理办法（征求意见稿）》《电力负荷管理办法（征求意见稿）》、6月，国家能源局组织发布《新型电力系统发展蓝皮书》，全面阐述了新型电力系统的发展理念、内涵特征，制定“三步走”路径。电力体制改革已进入明确指引期，政策将推动行业进入第二增长曲线，后续相关政策有望密集催化。
- 变压器方面，7月14日，马斯克提到“一年内将由芯片短缺变为变压器短缺，随后两年内出现电力短缺”，此外三部门联合印发《关于实施农村电网巩固提升工程的指导意见》，推动构建农村新型能源体系，支撑分布式可再生能源规模化开发利用，会加快老旧电网设备更新，逐步淘汰S9以下变压器等低效设备，原则上不得新采购能效低于节能水平（能效2级）的电力设备。我们建议积极关注农网建设、新能源配套支撑下的配网变压器高景气。
- 今年1-6月电网工程完成投资2054亿元，同比增长7.8%，在电力体制改革持续深化、新型电力系统加速构建的背景下，电网方面我们重点推荐三条具有结构性机会、周期性被削弱、景气度持续时间较长的投资主线：
- 1) 用电侧（虚拟电厂、综合能源管理、储能）：以虚拟电厂为代表的电网灵活性调节手段，能很好地聚合分布式资源，但以往虚拟电厂项目以邀约型为主，盈利模式多采用补贴，但随着电力市场逐步成熟、现货市场逐步放开、峰谷价差拉大、商业模式有望跑通。我们对于其演绎路径的判断：①前期软件平台需求量爆发、②催生终端硬件改造替换周期、③聚合商长期稳定运营、④各类业务深度融合、⑤价值量最终回归软件（形成最优收益的策略）。
- 2) 配网智能化：我国目前220KV主干网输电线路覆盖广泛，但新能源占比提升对电网响应处理能力提出更高要求，110KV以下配网建设呈明显增长趋势，“十四五、十五五”期间规划投资有望持续向配网侧倾斜。
- 3) 特高压线路：第二批风光大基地的外送需求强烈，2023年作为配套刚需的直流特高压外送通道已进入核准建设高峰，交流特高压同时持续推进，2024-2025年预计成为设备商收入确认的高峰期。
- 我们重点推荐：国能日新、东方电子、国电南瑞、国网信通、安科瑞。
- 风电：下游需求持稳复苏，6月新增装机6.6GW，装机超预期，维持全年70GW预测，其中海风8-10GW；受制于巡视组工作，零部件Q2虽出货不及预期，但排产继续维持旺盛趋势，全年保持原有装机预测，看好业绩兑现、渗透率快速提升环节；国内海风平价加速，长期渗透率提升叠加装机周期性转向成长，高景气龙头长期成长逻辑

不改。

- 本周大宗商品价格小幅震荡。2023年7月21日圆钢、铸造生铁、废钢、螺纹钢、玻纤、碳纤维分别为4050元/吨、3350元/吨、2710元/吨、3750元/吨、3700元/吨、118.7元/千克，周变动幅度分别为-0.5%/0%/0%/+0.5%/0%/0%。
- 6月风电新增装机超预期。2023年7月19日能源局公布1-6月风电新增装机数据。1-6月份风电新增装机22.99GW，同增78%，其中单6月新增装机6.63GW，同增213%，环增207%。6月风电新增装机超预期。预计2023年全年风电装机将达70GW，其中海风装机为8-10GW。
- 关注业绩高弹性&高确定性环节。1) 装机逐步兑现：2023年1-5月风电总装机达16.36GW，同增51%，创历史装机新高。预计今年全年装机70GW，其中海风达8-10GW。预计二季度装机持续保持高增趋势。2) 2023年看好业绩强兑现、高弹性环节：a) 存在涨价可能性的环节。风电大部分零部件属于年度谈价，全年价格不变。因此部分谈价周期相对较短的环节预计将受益于下半年需求高增下的供需紧平衡，价格或有上涨可能性，比如塔筒、叶片等环节；b) 看好业绩强兑现环节。风电零部件龙头受益于下游需求提升、成本同比下降、产品结构向好等因素，业绩兑现确定性高。3) 未来催化：a) 零部件出货环比提升；b) 整机企业排产提升，下游装机持续释放；c) 海风招标提升。
- 海风长周期景气逻辑不改：2022年为取消国补后的第一年，海风仍未实现全面平价，同比下降为市场早有预期的确定性事件。据我们不完全统计，2022年海风招标规模达16GW。考虑海风建设成本逐渐下降，2023年海风高招标为大概率事件，预计2023年海风招标将达18-20GW。我们预计2023年海风装机为8-10GW，海风长周期景气。
- 关注业绩兑现的零部件龙头：2022年受疫情影响，风电行业全年装机略低市场预期。叠加年初高企的原材料成本，风电零部件环节在上半年业绩表现同比均有所下降。而随着疫情缓解下游需求回暖、大宗商品价格下降，质量高、成本把控强的零部件龙头企业预计2023年将迎量利齐升。
- 关注运营商环节：1) 双碳目标驱动下，“十四五”新能源装机高增高确定；2) 随国家可再生能源补贴资金下发，补贴加速到位；3) 随风光进入平价时代，运营商新能源项目IRR可维持较高水平。
- 投资建议：预计未来风电需求持续保持高增，我们主要推荐两条主线：1) 关注业绩兑现环节，如深度受益海风高景气标的以及受益于量利齐升的零部件龙头；2) 关注渗透率提高环节，如碳纤维环节以及轴承环节。建议关注运营商环节。

推荐组合：

- 光伏：阳光电源、通威股份、天合光能、晶澳科技、TCL中环、高测股份、双良节能、奥特维、捷佳伟创、阿特斯、晶科能源、隆基绿能、金晶科技、林洋能源、协鑫科技、金辰股份、迈为股份、昱能科技、信义储电、福斯特、信义光能、福莱特(A/H)、大全能源(A/美)、正泰电器、锦浪科技、固德威、禾迈股份、海优新材、新特能源、亚玛顿、信义能源。
- 储能：阳光电源、盛弘股份、南都电源、上能电气、林洋能源、科陆电子、科士达、英维克、派能科技。风电：东方电缆、日月股份、明阳智能、金雷股份、金风科技、海力风电、大金重工、中际联合、中天科技、中材科技、运达股份、中广核新能源、三峡能源、龙源电力。
- 氢能：昇辉科技、华电重工、亿利洁能、华光环能、科威尔、石化机械、厚普股份、亿华通、京城股份、致远新能、蜀道装备。
- 电力设备与工控：云路股份、望变电气、汇川技术、南网科技、国电南瑞、思源电气、四方股份、良信股份、麦格米特、宏发股份、许继电气。

产业链主要产品价格及数据变动情况及简评

光伏产业链

要点：<1>截至7月19日，多晶硅致密料/N型料价格反弹至6.6、7.6万元/吨，182/210硅片价格持稳于2.8、3.75元/片，P型182/N型电池片价格略反弹至0.73、0.79元/W(+0.01元/W)，PERC组件价格下降2%至1.31-1.35元/W(-0.02元/W)，TOPCon组件价格1.43元/W(-0.02元/W，NP价差0.1元/W)。

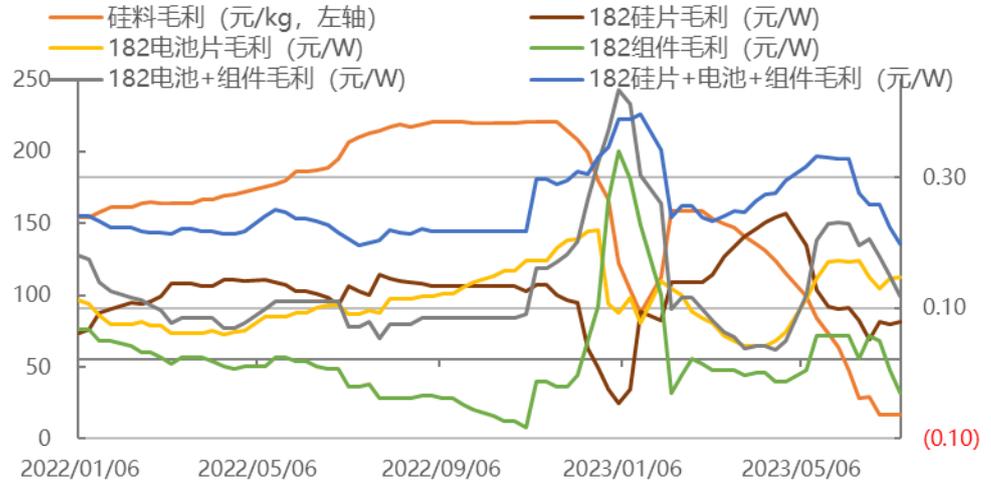
<2>N型硅料价格反弹，随下半年N型电池产能加速释放，在“N型TOPCon”供应链上的“紧张重心”和超额利润或将向上游高品质N型硅料端转移。

主产业链单位毛利趋势测算(测算值，实际因各家企业库存及技术水平不同有所差异，建议关注“变化趋势”为主)：

1) 硅料：价格止跌，行业盈利低位；

- 2) 硅片：价格略反弹，测算盈利较前期低点略有修复，库存及采购策略较大程度影响盈利情况；
- 3) 电池片：盈利处于较高水平；
- 4) 组件：测算一体化组件维持较高盈利，Q2 一体化组件盈利或超预期，存货减值或影响财报表现。

图表1：主产业链单位毛利趋势（测算）

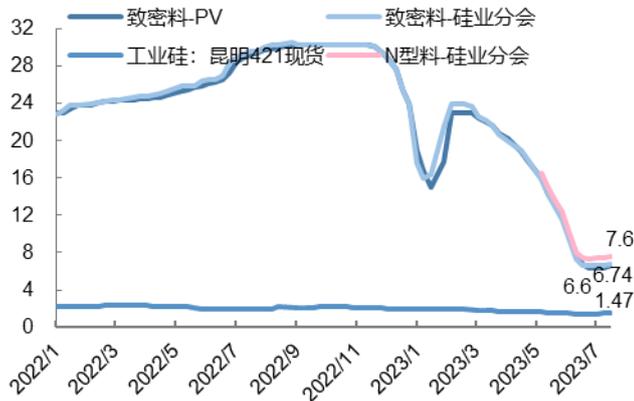


来源：硅业分会、PVInfoLink，国金证券研究所测算

注：单位毛利为测算值，实际因各家企业库存及技术水平不同有所差异，建议关注“变化趋势”为主

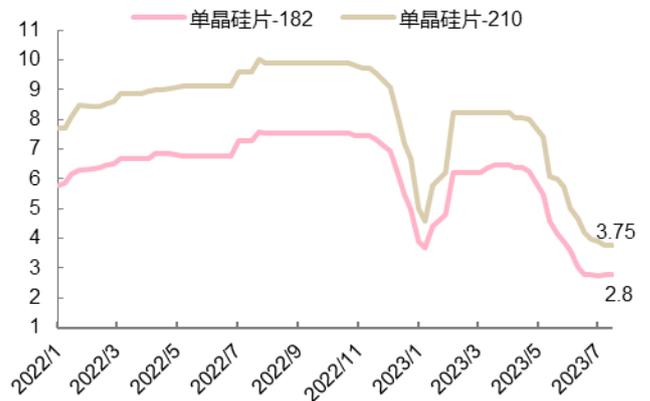
- 1) 硅料：小幅上涨。硅料库存下降至合理水平，下游开工好转、采购积极，新签订单价格明显回调；N 型料市场有支撑，溢价明显。
- 2) 硅片：价格持稳。硅片开工较好，成本支撑下报价维持坚挺；目前硅片价格贴近厂家成本线，后续跌价空间有限，但 7 月稼动率维持高位，硅片库存或有累积风险，预期未来将面临品质与价格分层。

图表2：多晶硅料及工业硅价格（万元/吨）



来源：PVInfoLink、硅业分会，国金证券研究所，截至 2023-7-19

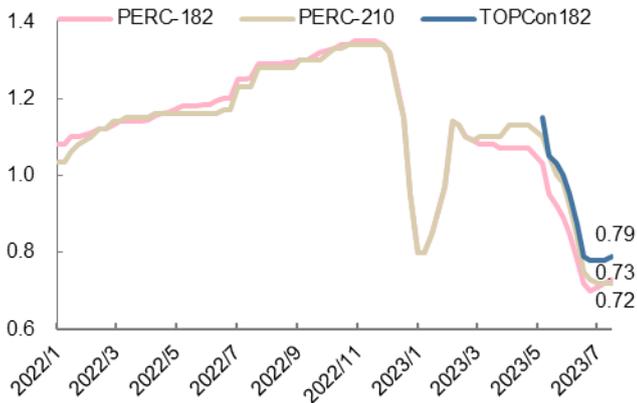
图表3：硅片价格（元/片）



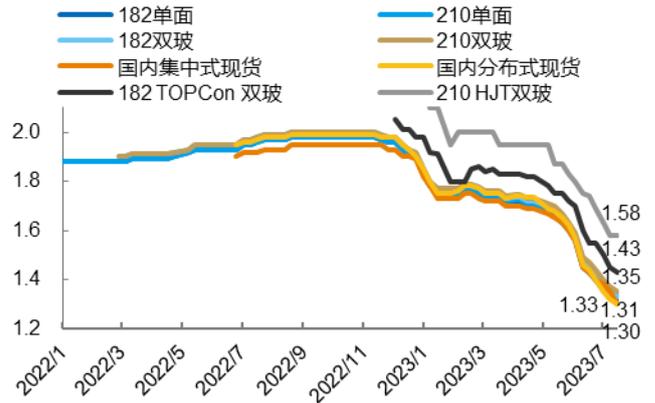
来源：PVInfoLink、硅业分会，国金证券研究所，截至 2023-7-19

- 3) 电池片：182 价格反弹。电池片订单较好、库存较低，下游组件企业提高排产采购相对积极，而 TOPCon 产能上线不及预期，叠加部分企业自用率提升，主流 182 产品需求旺盛，价格小幅反弹。
- 4) 组件：价格持续调整。组件市场竞争激烈，主流价格继续小幅调整，然跌价幅度已相对收窄，一线企业新签订单价格 1.3-1.35 元/W，二三线 1.25-1.28 元/W，8 月一线签单价约 1.28 元/W。

图表4: 电池片价格 (元/W)



图表5: 组件价格 (元/W)



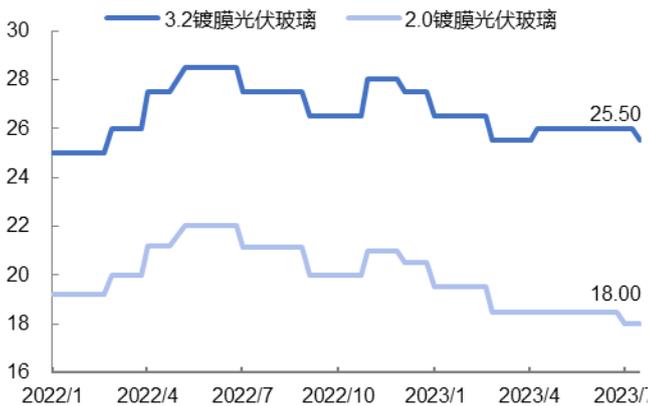
来源: PVInfoLink, 国金证券研究所, 截至 2023-7-19

来源: PVInfoLink, 国金证券研究所, 截至 2023-7-19

5) 光伏玻璃: 价格略调整。下游组件排产提升, 部分订单跟进, 玻璃厂出货量稍增, 部分库存缓降; 但玻璃在产产能偏高, 部分冷修产能复产, 供应相对充足, 部分企业库存压力仍较为明显。

6) EVA 树脂: 价格反弹。同时 7 月组件排产提升拉动胶膜需求提升, 胶膜厂因恐慌成本上涨, EVA 采购量有所提升, 叠加 EVA 发泡电缆价格上涨, 光伏料价格反弹; 成本支撑下胶膜 8 月报价欲上涨。

图表6: 光伏玻璃价格 (元/平)



图表7: 光伏 EVA 树脂报价 (元/吨)



来源: PVInfoLink, 国金证券研究所, 截至 2023-7-19

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所, 截至 2023-7-21

风险提示

政策调整、执行效果低于预期: 虽然风光发电已逐步实现平价上网, 能源转型及双碳目标任务仍然高度依赖政策指引, 若相关政策的出台、执行效果低于预期, 可能会影响相关产业链的发展。

产业链价格竞争激烈程度超预期: 在明确的双碳目标背景下, 新能源行业的产能扩张明显加速, 并出现跨界资本大量进入的迹象, 可能导致部分环节因产能过剩程度超预期而出现阶段性竞争格局和盈利能力恶化的风险。

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