

一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

《电力 2019 年中期投资策略: 火电业绩快速修复, 水电防御价值明显》——2019-06-21  
 《燃气行业 2019 年中期投资策略: 需求承压供给好转, 管网改革释放红利》——2019-06-20  
 《行业重大事件快评: 垃圾分类加速推进, 推动固废产业链协同发展》——2019-06-18  
 《环保行业 2019 年 6 月份暨下半年投资策略: 静待资金和情绪改善, 看好现金流良好的高景气细分行业》——2019-06-05  
 《18 年年报及 19 年一季报总结: 增值税到期影响水电一季报, 火电业绩快速修复》——2019-05-21

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855  
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513050004

证券分析师: 武云泽

电话: 021-60875161  
 E-MAIL: wuyunze@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517050002

行业周报

## 财政部出台补贴政策激励非常规气增产, 5 月用气量增速 7%

### ● 财政部出台基于奖励系数的补贴政策, 激励非常规气增产

财政部出台《关于〈可再生能源发展专项资金管理暂行办法〉的补充通知》, 对煤层气、页岩气、致密气(新增补贴品种)2019年起不再实行定额补贴, 而是计算补贴系数分值, 将一定水平的补贴总额在企业间按得分占比进行分配。新政对煤层气、冬供增产、高比例增产等品种和情况赋予更高系数, 有望带来增产企业补贴收入增加。我们测算乐观条件下, 企业年度气量增产 20%, 每方气确认加权平均补贴可接近上年的 1.5 倍。2018 年主要煤层气标的补贴收入均占利润总额的 31%, 补贴收入增加额可直接增大纯利。推荐煤层气开采龙头**新天然气**、**蓝焰控股**, 关注致密气开采标的**沃施股份**。

### ● 5 月天然气消费增速跌至 7%, 发布中期策略报告, 年内更看好上游

发改委新闻发布会显示, 1—5 月, 全国天然气消费量 1238 亿立方米, 同比增长 8.1%, 增速环比前 4 月下滑 3.3 pct; 其中 5 月全国天然气消费量 206 亿立方米, 同比增长 7%, 增速环比 4 月下滑 3.6 pct。我们认为今年以来燃气需求增速下滑主要受到气价上行及实体经济动能切换影响, 但认为环保政策的托底将确保燃气需求增速长期跑赢电力需求和 GDP 增速, 预计全年燃气增速略超 10%。本周我们发布燃气中期策略报告, 认为今冬将维持供需紧平衡状态, 但供需缺口略有收窄; 国家管网公司成立利好行业市场化改革进程, 短期可能加剧上游涨价。年内更看好上游**蓝焰控股**, **新天然气**、关注下游**新奥能源**, **天伦燃气**。

### ● 火电: 迎峰度夏即将到来, 维持长期看跌动力煤价之判断

本周沿海日耗回升至 66.57 万吨, 沿海电厂库存增加 68 万吨, 北方三大港库存减少 95 万吨。我们认为迎峰度夏对需求的季节性提振初步开始显现, 7 月出梅后日耗或进一步提升, 电厂、港口库存相对变化可能驱动后续采购策略。基于实体经济动能切换, 我们维持长期看跌动力煤价格的判断, 认为煤炭需求走弱与运输格局改善有助于火电盈利能力修复。电价方面, 增值税率下调红利有望留存于火电企业, 利好今年火电上网电价继续提升。但我们预计全年市场电量可能提升 5-8 pct, 部分抵消提价红利。关注龙头**华能国际**、**华电国际**及二线火电**长源电力**等。

### ● 重点投资组合: 华电国际, 华能国际, 蓝焰控股, 长江电力

### ● 上周行情回顾: 公用事业跑赢大盘

上周公用事业板块整体上涨 5.51% (总市值加权), 上证综指上涨 4.16%, 沪深 300 上涨 4.90%。地方电网+4.49%, 地方公用平台+4.36%, 火电+2.45%, 天然气中游+2.00%, 天然气下游+1.69%, 天然气上游+1.68%, 水电+0.75%。

### ● 风险提示: 电、气需求大幅下滑, 上网电价大幅下滑, 上游气价大幅波动

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600027	华电国际	增持	3.87	38,170	0.29	0.36	13.3	10.8
600011	华能国际	增持	6.66	104,549	0.30	0.42	22.2	15.9
000968	蓝焰控股	买入	12.09	11,697	0.82	1.11	14.7	10.9
600900	长江电力	增持	17.63	387,860	1.07	1.10	16.5	16.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 本周投资观点：财政部出台补贴政策激励非常规气增产，5月用气量增速7%

### 财政部出台基于奖励系数的补贴政策，激励非常规气增产

财政部出台《关于〈可再生能源发展专项资金管理暂行办法〉的补充通知》，对煤层气、页岩气、致密气（新增补贴品种）2019年起不再实行定额补贴，而是计算补贴系数分值，将一定水平的补贴总额在企业间按得分占比进行分配。新政对煤层气、冬供增产、高比例增产等品种和情况赋予更高系数，有望带来增产企业补贴收入增加。我们测算乐观条件下，企业年度气量增产20%，每方气确认加权平均补贴可接近上年的1.5倍。2018年主要煤层气标的补贴收入均占利润总额的31%，补贴收入增加额可直接增大纯利。推荐煤层气开采龙头**新天然气**、**蓝焰控股**，关注致密气开采标的**沃施股份**。

### 5月天然气消费增速跌至7%，发布中期策略报告，年内更看好上游

发改委新闻发布会显示，1—5月，全国天然气消费量1238亿立方米，同比增长8.1%，增速环比前4月下滑3.3pct；其中5月全国天然气消费量206亿立方米，同比增长7%，增速环比4月下滑3.6pct。我们认为今年以来燃气需求增速下滑主要受到气价上行及实体经济动能切换影响，但认为环保政策的托底将确保燃气需求增速长期跑赢电力需求和GDP增速，预计全年燃气增速略超10%。本周我们发布燃气中期策略报告，认为今冬将维持供需紧平衡状态，但供需缺口略有收窄；国家管网公司成立利好行业市场化改革进程，短期可能加剧上游涨价。年内更看好上游**蓝焰控股**、**新天然气**、关注下游**新奥能源**、**天伦燃气**。

### 火电：迎峰度夏即将到来，不影响长期看跌动力煤价之判断

本周沿海日耗回升至66.57万吨，沿海电厂库存提升68万吨，北方三大港口库存减少95万吨。我们认为迎峰度夏对需求的季节性提振初步开始显现，7月出梅后日耗或进一步提升，电厂、港口库存相对变化可能驱动后续采购策略。基于实体经济动能切换，我们维持长期看跌动力煤价格的判断，认为煤炭需求走弱与运输格局改善有助于火电盈利能力持续修复。电价方面，增值税率下调红利有望留存于火电企业，利好今年火电上网电价继续提升。但我们预计全年市场电量可能提升5-8pct，部分抵消提价红利。关注龙头**华能国际**、**华电国际**及二线**长源电力**等。

**重点投资组合：华电国际，华能国际，蓝焰控股，长江电力**

## 公用事业周行业新闻：财政部补贴政策支持非常规天然气开采

### ► 事件 1：财政部补贴政策支持非常规天然气开采

财政部日前发布《关于〈可再生能源发展专项资金管理暂行办法〉的补充通知》，明确将安排可再生能源发展专项资金，支持农村水电增效扩容改造和非常规天然气开采。

可再生能源发展专项资金支持煤层气(煤矿瓦斯)、页岩气、致密气等非常规天然气开采利用。2018年，补贴标准为0.3元/立方米。自2019年起，不再按定额标准进行补贴。按照“多增多补”的原则，对超过上年开采利用量的，按照超额程度给予梯级奖补；相应，对未达到上年开采利用量的，按照未达标程度扣减奖补资金。同时，对取暖季生产的非常规天然气增量部分，给予超额系数折算，体现“冬增冬补”。

(一) 计入奖补范围的非常规天然气开采利用量按以下方式确定：

非常规天然气开采利用量=页岩气开采利用量+煤层气开采利用量×1.2+致密气开采利用量与2017年相比的增量部分。

(二) 奖补资金分配系数按以下方式确定：

1. 对超过上年产量以上部分，按照超额比例给予不同的分配系数：

对超过上年产量0-5%（含）的，分配系数为1.25；

对超过上年产量5-10%（含）的，分配系数为1.5；

对超过上年产量10-20%（含）的，分配系数为1.75；

对超过上年产量20%以上的，分配系数为2。

2. 对未达到上年产量的，按照未达标比例扣减不同的分配系数：

对未达标部分为上年产量0-5%（含）的，分配系数为1.25；

对未达标部分为上年产量5-10%（含）的，分配系数为1.5；

对未达标部分为上年产量10-20%（含）的，分配系数为1.75；

对未达标部分为上年产量20%以上的，分配系数为2。

3. 每年取暖季（每年1-2月，11-12月）生产的非常规天然气增量部分，分配系数为1.5。

(三) 奖补资金计算公式如下：

某地（中央企业）当年奖补气量=上年开采利用量+（当年取暖季开采利用量-上年取暖季开采利用量）×1.5+（当年开采利用量-上年开采利用量）×对应的分配系数

某地（中央企业）当年补助资金=当年非常规天然气奖补资金总额/全国当年奖补气量×某地（中央企业）当年奖补气量

(四) 奖补资金采取先预拨、后清算的方式，由财政部按照国家能源局、财政部各地监管局、中央企业和地方提供的数据测算并将预算下达、资金拨付至地方和中央企业。地方和中央企业按照有利于非常规天然气开采的原则统筹分配奖补资金，并用于非常规天然气开采利用的相关工作。

**点评:**

**政策背景:** 本次政策是前期政策的合理延续, 2018 年补贴水准不变。我国在此前对煤层气、页岩气开采销售企业实行定额补贴制度。我国此前对致密气没有补贴。

煤层气补贴在十二五期间国家补贴为 0.2 元/方, 十三五规划提升至 0.3 元/方。此外, 山西等地对煤层气开采销售企业实行地方补贴, 2015 年以前为 0.05 元/方, 2015-2017 年提升至 0.1 元/方。

我国对页岩气补贴额在十二五期间为 0.4 元/方, 2016-2018 年为 0.3 元/方, 2019-2020 年为 0.2 元/方。

2018 年 9 月国务院发布《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》, 提出“研究将中央财政对非常规天然气补贴政策延续到“十四五”时期, 将致密气纳入补贴范围。”本次政策新增致密气补贴, 并延续 2018 年煤层气、页岩气定额补贴为 0.3 元/方, 是对此前一揽子政策的合理延续。

**表 1: 煤层气与页岩气补贴水平一览 (单位: 元/方)**

气源		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
煤层气	国补	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	山西省补	0.05	0.1	0.1	0.1	0.05	0.05	0.05
	合计	0.25	0.3	0.4	0.4	0.35	0.35	0.35
页岩气	国补	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2

资料来源: 财政部, 国家发改委, 煤层气十三五规划, 山西省政府, 国信证券经济研究所整理

**本次政策打破定额补贴先例, 引入激励机制, 加强补贴总额调控。**与之前所有的现存补贴政策不同, 本次政策打破了定额补贴的先例, 即非常规气开采销售企业不再按照开采量获取固定补贴额, 而是由财政核定补贴总额盘子, 并针对天然气品种、增产幅度等指标对各家企业分别计算补贴系数, 最后企业获取补贴额根据补贴总盘子以及自身系数占全行业总系数的比例来确定。

我们认为这一政策思路变化体现的是财政管理新形势的要求。取消定额补贴承诺, 为财政总盘子统筹、合理调控预留了空间。引入系数激励机制, 将加强非常规气增产, 避免出现开采量大而增产量小的企业动力不足的局面。

如果计算财政补贴额度除以开采量, 我们期待增产明显的企业平均每方气实际补贴额较此前有所提升, 减产明显的企业平均每方气实际补贴额较此前有所下降, 而全国总盘子下平均每方气补贴额预计将留有充分的调节空间。

**煤层气系数更高, 致密气只补贴增量, 体现补贴激励政策导向。**本次政策提出, 计入奖补范围的非常规天然气开采利用量包含页岩气开采利用量+煤层气开采利用量 $\times 1.2$ +致密气开采利用量与 2017 年相比的增量部分。我们认为这体现了煤层气开发处于相对偏早期, 需要政策额外扶持, 因此给予更高系数。相比之下, 致密气体量已经较大, 主要对新区块增产部分进行补贴, 存量部分绝大多数为中石油开发, 且品质较好、产量稳定, 结合补贴总盘子调控, 不享受补贴具备合理性。

具体来看, 2018 年全国天然气表观消费量 1803 亿方, 同比+18.1%, 其中国产产量 1594 亿方, 同比+7.2%。在国产气中, 致密气产量预计在 300-400 亿方区间, 其中中石油长庆油田贡献 260 亿方, 主要来自苏里格气田。全国规模以上工业企业生产煤层气 72.6 亿立方米, 同比增长 5.8%, 绝对值增量在 2.4 亿立方米。全国页岩气产量 104 亿方, 同比+14%。上述数据可以印证, **页岩气产业规模与开采量增速好于煤层气, 致密气则已经是存量基数庞大的成熟气源。**

**奖励冬供与增产, 扣减减产企业补贴系数, 强化激励机制。**本次补贴政策推出详细的系数测算机制, 对增产幅度大的、冬供期间增产多的企业, 予以额外系数奖励。

表 2: 本次政策对开采量不同变化幅度赋予的补贴系数(冬供增量额外奖励 1.5 系数)

气量增幅区间	补贴系数	气量降幅区间	补贴系数
0-5%	1.25	0-5%	-1.25
5-10%	1.50	5-10%	-1.50
10-20%	1.75	10-20%	-1.75
>20%	2.00	>20%	-2.00

资料来源:财政部, 国信证券经济研究所整理

我们以典型煤层气企业为例进行测算, 假定基准气量对应补贴额保持 0.3 元/方不变, 假定冬供期间开采量稳定在全年的 50%, 发现由于额外奖励系数的存在, 增产幅度越大, 每方气的等效补贴额相比原先基准补贴的提升就越大。

表 3: 不同增产幅度下煤层气加权平均补贴额(假设基准补贴 0.3 元/方不变)

增产幅度(负数代表减产)	冬供占比	每方开采量平均补贴-元/方
-30%	50%	0.079
-20%	50%	0.161
-10%	50%	0.236
-5%	50%	0.270
0%	50%	0.300
5%	50%	0.330
10%	50%	0.364
20%	50%	0.439
30%	50%	0.521

资料来源:财政部, 国信证券经济研究所测算

关注气量增产的非常规气开采标的。在新政下, 2019 年起, 假设气量增产 20%, 煤层气开采企业的所有开采量的加权平均补贴额可高达 0.439 元/方, 相当于原先 0.3 元/方补贴的 1.46 倍。主要煤层气开采企业补贴收入均占利润总额的 31%, 若该部分收入提升, 将带来纯利的显著增长。推荐煤层气行业龙头**新天然气**, **蓝焰控股**, 关注致密气开采标的**沃施股份**。

表 4: 公用事业重点行业新闻总结

政策类
<ul style="list-style-type: none"> <li>财政部日前发布《关于〈可再生能源发展专项资金管理暂行办法〉的补充通知》, 明确将安排可再生能源发展专项资金, 支持农村水电增效扩容改造和非常规天然气开采。</li> <li>6 月 19 日国务院常务会议, 部署推进城镇老旧小区改造, 顺应群众期盼改善居住条件; 确定提前完成农村电网改造升级任务的措施, 助力乡村振兴; 进一步缩短企业获得电力时间, 优化营商环境。</li> <li>2019 年 4 月底, 财政部印发《关于调整部分政府性基金有关政策的通知》, 根据《通知》, 国家重大水利工程建设基金征收至 2025 年 12 月 31 日。自 2020 年 1 月 1 日起, 缴入中央国库的国家重大水利工程建设基金, 根据国务院批复的相关规划, 统筹用于南水北调工程和三峡后续工作等。</li> </ul>
事件类
<ul style="list-style-type: none"> <li>据国家发改委宏观新闻发布会初步公布, 1—5 月, 全国天然气消费量 1238 亿立方米, 同比增长 8.1%, 增速环比前 4 月下滑 3.3 pct; 其中 5 月全国天然气消费量 206 亿立方米, 同比增长 7%, 增速环比 4 月下滑 3.6 pct。</li> <li>国家发改委同意建设神木—安平煤层气管道工程(山西—河北段)项目, 项目单位为中联煤层气有限责任公司, 项目建设地点位于山西省吕梁市、忻州市、太原市、阳泉市, 河北省石家庄市、保定市、衡水市。项目输气规模为 50 亿立方米/年。项目线路长度 543.87 千米, 管径 813 毫米, 设计压力 8 兆帕; 全线设置压气站 2 座, 分输站 1 座, 线路截断阀室 25 座。项目总投资 41.42 亿元人民币。其中, 资本金 12.5 亿元, 占总投资的 30.2%。</li> <li>1—5 月南方五省区全社会用电量 4598 亿千瓦时, 同比增长 5.0%。全网最大统调负荷 5 月份两次创新高, 达 1.72 亿千瓦, 同比增长 4.5%。这是 2013 年以来全网负荷首次在 5 月创新高。</li> <li>截止 5 月底, 江苏省装机容量 13057.14 万千瓦, 其中统调电厂 11191.04 万千瓦, 非统调电厂 1866.10 万千瓦。5 月份, 江苏省全社会用电量 483.41 亿千瓦时, 同比下降 0.03%。1-5 月全社会用电量累计 2449.07 亿千瓦时, 同比增长 2.24%; 1-5 月份, 江苏省新增发电能力 462.75 万千瓦, 其中火电 368.7 万千瓦, 风电 36.12 万千瓦, 光伏发电 11.53 万千瓦, 其他发电(分布式、垃圾发电)46.4 万千瓦。</li> </ul>

资料来源: 国家发改委, 国家能源局, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

## 行业高频数据

2019 年 6 月 19 日, 环渤海 5500 大卡动力煤价格 577 元/吨, 同比去年+7 元/

吨，环比上周+0 元/吨。

图 1：环渤海 5500 大卡动力煤价历史走势



资料来源:WIND, 国信证券经济研究所整理

图 2：环渤海 5500 大卡动力煤价 2018 年以来走势



资料来源:WIND, 国信证券经济研究所整理

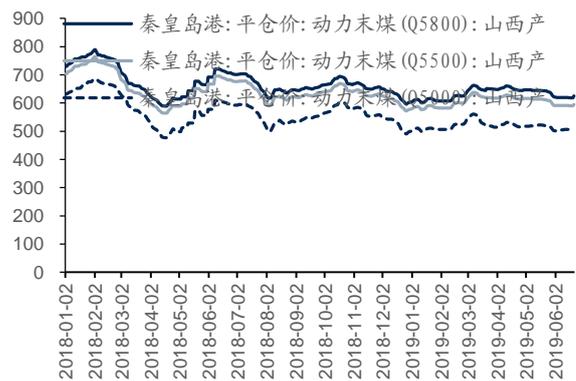
2019 年 6 月 21 日，秦皇岛 5500 大卡动力煤价格 595 元/吨，同比去年-88 元/吨，环比上周+4 元/吨。

图 3 秦皇岛动力煤价历史走势



资料来源:WIND, 国信证券经济研究所整理

图 4：秦皇岛动力煤价 2018 年以来走势



资料来源:WIND, 国信证券经济研究所整理

沿海六大电厂日均耗煤量环比略有回升。6 月 21 日，沿海 6 大发电集团日耗 66.57 万吨，同比去年下滑 1.42%，环比上月提升 6.22%。。

图 5：沿海 6 大电厂日耗走势



资料来源:WIND, 国信证券经济研究所整理

图 6：沿海 6 大电厂当月累计耗煤同比增速



资料来源:WIND, 国信证券经济研究所整理

沿海六大电厂煤炭库存上升，北方港口库存下降。沿海六大电厂库存从 6 月 14

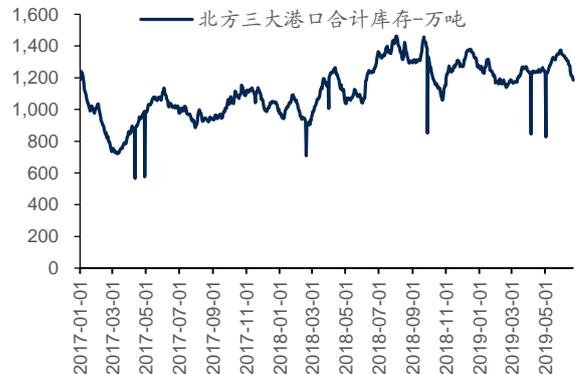
日的1718.71万吨上行至6月21日的1786.64万吨;同期库存可用天数从25.57天上升至26.84天。北方三大港口(曹妃甸、秦皇岛、国投京唐)煤炭库存略有下降,从6月14日的1280.6万吨下降至6月21日的1185.0万吨,周环比下降7.47%,与去年同期相比下滑4.13%。

图 7: 沿海 6 大电厂煤炭库存



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 8: 北方三大港口合计煤炭库存



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

## 上周板块行情回顾: 公用板块整体跑赢大盘

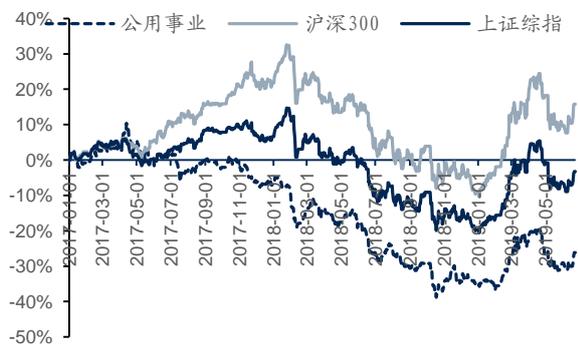
**行情回顾与总结:** 上周公用事业板块整体上涨 5.51% (总市值加权), 上证综指上涨 4.16%, 沪深 300 上涨 4.90%。

涨幅居前的个股主要是: 天富能源+18.20%, 联美控股+14.91%, 大连热电+13.24%, 长源电力+10.11%, 深南电 A+10.10%。

跌幅居前的个股主要有: 蓝焰控股-2.42%, 郴电国际-2.40%, 新疆浩源-1.74%, 金鸿控股-1.00%, 华能水电-0.74%。

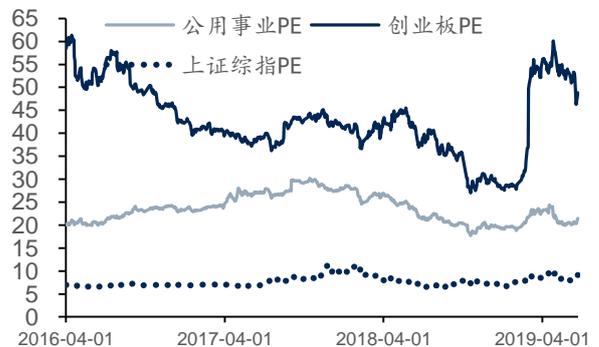
分子板块来看: 地方电网+4.49%, 地方公用平台+4.36%, 火电+2.45%, 天然气中游+2.00%, 天然气下游+1.69%, 天然气上游+1.68%, 水电+0.75%。

图 9: 上周公用板块市场走势



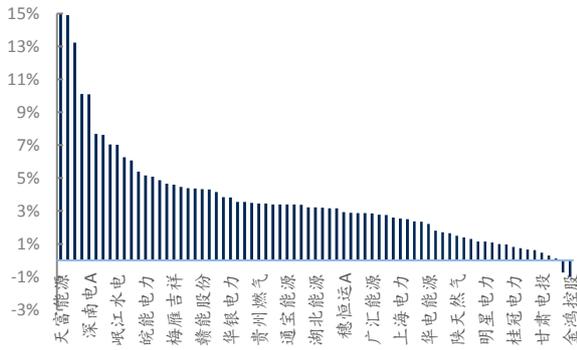
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 10: 公用板块估值情况



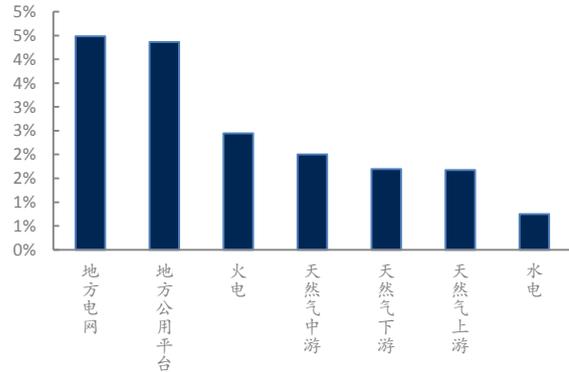
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 11: 重点公司周涨跌幅情况 (%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 12: 子板块周涨跌幅情况 (%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

## 本周上市公司公告回顾

表 5: 重点上市公司公告总结

### 并购、重组、投建产能

【桂冠电力】全资子公司大唐唐电得荣电力开发有限公司拟以资产评估结果并结合实际出资作为定价依据, 通过公开挂牌增资扩股引入 1 家战略投资者, 公司放弃本次增资的优先认购权。本次增资扩股拟以现金方式进行, 增资的股权比例不超过 49%, 增资金额不低于评估值, 首次挂牌底价 40,564.139 万元。增资完成后公司持有得荣公司的股权比例不低于 51%。

【华能水电】投资建设托巴水电站。项目动态总投资 200.29 亿元人民币。托巴电站建设期不会提升公司资产负债率, 公司资产负债率仍将持续降低。

【中能股份】参股上海石化增量配电业务试点项目, 出资额为 12,000 万元, 参股比例 12%。该项目为上海市唯一一个列入国家首批增量配电业务改革的试点项目。暂供电区域包括上海石化(自备电厂自发自用)供电的生产厂区和生活服务区, 供电用户数约 4.9 万户。除了为上海石化暂供电区域提供安全用电外, “石电能源”今后还将参与上海市购售电业务及综合能源服务等。

### 其他

【梅雁吉祥】广东能润于 2019 年 6 月 17 日通过证券交易所的集中交易合计增持梅雁吉祥股票 5,000,000 股, 占梅雁吉祥总股本的 0.263%。本次增持后广东能润合计持有梅雁吉祥股份 99,907,490 股, 占梅雁吉祥总股本的 5.263%, 成为公司第一大股东。公司目前无控股股东及实际控制人, 本次权益变动不存在导致控股股东、实际控制人变化的情况。

【陕天然气】因国企改革需要, 陕西省国有资产管理委员会拟对陕西燃气集团进行整合重组, 该事项将涉及陕西燃气集团股权结构发生较大变化。上述控股股东股权结构的变动不会导致公司控股股东和实际控制人发生变化。

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032