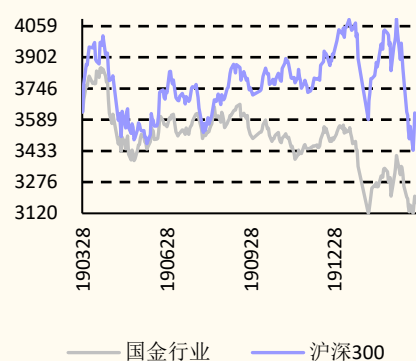


市场数据(人民币)

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	3191
沪深300指数	3710
上证指数	2772
深证成指	10110
中小板综指	9553



相关报告

- 1.《降息预期下，电力分红高防御性强价值再现-电力行业点评》，2020.3.17
- 2.《响应国家战略，国家电网“新基建”六大方向-电力行业点评》，2020.3.14
- 3.《国网积极参与5G，建设世界一流能源物联网-电力行业点评》，2020.2.24
- 4.《阶段性降电价政策发布，助力企业复工复产-电力行业点评》，2020.2.23
- 5.《新冠疫情持续发酵，用电增速影响几何-电力行业点评》，2020.2.7

杜旷舟 联系人
dukz@gjzq.com.cn

李蓉 联系人
lirong@gjzq.com.cn

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

张磊 联系人
zhanglei@gjzq.com.cn

累计用电同比下降8%，TMT板块增长亮眼

行业观点

- **1-2月用电量同比下降7.8%，第二产业承担用电减量主要部分：**2020年1-2月，全社会累计用电量10203亿千瓦时，同比下降7.8%，增速比去年同期下滑16.2个百分点。其中一、二、三产业和居民用电增速分别为3.9%、-12.0%、-3.1%、2.4%，对1-2月累计用电减量的贡献率分别为-0.5%、98.5%、7.2%、-5.2%。第二产业承担了用电减量的绝大部分。
- **TMT增幅可观能源微涨，其余四大板块增速出现不同程度下滑：**2020年1-2月地产周期、制造、交运、消费板块受疫情影响，用电量增速大幅下滑；能源板块包含行业大部分在春节期间不停产，因此受疫情影响较小，相比去年同期用电量基本持平；TMT板块增速27%，主要由互联网和相关服务、软件和信息技术服务业拉动板块增长，相比其他板块同比增速较高，但是相比2019年12月TMT板块用电量增速44.4%仍出现显著下滑。
- **TMT相关子行业受疫情影响较小，风电设备制造、黄磷行业具有一定韧性：**为了消除农历春节和闰年日期误差，我们采用日均用电量进行对比。我们用2020年1-2月日均用电增速对比去年同期1-2月用电增速和去年12月用电增速，并计算了用电增速同比上升/下降前十行业和环比上升/下降前十行业。综合各个角度分析，TMT相关子行业受疫情影响较小，行业高景气度带来的高用电增速基本没有出现下滑，同时风电原动设备制造行业也表现出类似的高增长韧性。此外，黄磷行业相比其他同类行业，受疫情影响较小，或因环保停产的产能从2019年底开始逐步复产，复产带来的用电量增长对冲了疫情的负面影响。此外还有个别行业如碳化硅、稀有稀土金属冶炼等行业，受TMT行业的间接带动，得以对冲疫情影响，用电量增速变化不大。
- **全国各省1-2月用电量增量和用电增速基本反映疫情严重程度：**2020年1-2月，全国各省用电量增速与疫情高度相关。我国西部人口较少、受疫情影响较小的省份如云南、新疆、甘肃用电量保持正增长。疫情最严重的湖北省用电量增速下降19.5%，其他河南、浙江、广东等疫情影响较为严重地区，用电量也出现较大幅度下降。
- **1-2月需求下降导致水火核电发电量同比下降：**2020年1-2月，全国规模以上电厂发电量10134亿千瓦时，同比下降7.7%，增速比上年同期下滑16.4个百分点，全国火电、水电、核电发电增速分别为-9.0%、-10.4%、-1.0%。2019年下半年来水不佳，影响2020年水电发电量下降；火电作为调节电源，在疫情导致下游用电需求下降时，表现出较大弹性，发电量下降幅度较大。

投资建议

- 火电行业具有逆周期属性，经济走弱的背景下煤价有望长期下行，火电企业盈利预计将持续改善。水电行业现金流充沛，盈利、分红水平稳定，当前类债价值进一步提升。我们对电力行业继续看好，推荐稳健高分红的长江电力、内蒙华电，盈利持续改善的华电国际，建议关注三峡水利。

风险提示

- 疫情发展超出预期；宏观经济大幅放缓；电力改革进展缓慢；来水不及预期等。

内容目录

1-2月用电量同比下降7.8%，第二产业承担用电减量主要部分	4
TMT增幅亮眼能源微涨，其余四大板块增速出现不同程度下滑	4
日均用电增速前十名和日均用电增速后十名	9
日均用电增速同比上升前十名和同比下降前十名	10
日均用电增速环比上升前十名和环比下降前十名	11
全国各省1-2月用电增量和用电增速与疫情高度相关	12
2020年1-2月需求下降导致水火核电发电量同比下降	13
风险提示	15

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 3：六大板块 1-2 月同比增速与对应历史月度增速	4
图表 4：地产周期板块用电量同比增速与历史增速对比	5
图表 5：能源板块用电量同比增速与历史增速对比	5
图表 6：制造板块用电量同比增速与历史增速对比	5
图表 7：交运板块用电量同比增速与历史增速对比	5
图表 8：消费板块用电量同比增速与历史增速对比	5
图表 9：TMT 板块用电量同比增速与历史增速对比	5
图表 10：TMT 板块用电量增长可观	6
图表 11：TMT 板块子行业用电量月度增速	6
图表 12：消费板块用电量同比增速与历史增速对比	6
图表 13：TMT 板块用电量同比增速与历史增速对比	6
图表 14：能源板块 2020 年 1-2 月用电量微幅上涨	6
图表 15：能源板块子行业用电量月度增速	6
图表 16：消费板块用电量月度增速	7
图表 17：消费板块子行业用电量月度增速	7
图表 18：地产周期板块量月度增速	7
图表 19：消费板块子行业用电量月度增速	7
图表 20：六大板块累计增速	8
图表 21：地产周期板块逐年月度用电量对比（亿千瓦时）	8
图表 22：能源板块逐年月度用电量对比（亿千瓦时）	8
图表 23：制造板块逐年月度用电量对比（亿千瓦时）	8
图表 24：交运板块逐年月度用电量对比（亿千瓦时）	8
图表 25：消费板块逐年月度用电量对比（亿千瓦时）	9
图表 26：TMT 板块逐年月度用电量对比（亿千瓦时）	9
图表 27：2020 年 1-2 月日均用电量增速前十名行业用电量对比 2019 年 1-2 月	

日均用电量（亿千瓦时） 9

图表 28：2020 年 1-2 月日均用电量增速后十名行业用电量对比 2019 年 1-2 月
日均用电量（亿千瓦时） 10

图表 29：2020 年 1-2 月相比 2019 年 1-2 月日均用电增速上升前十行业 10

图表 30：2020 年 1-2 月相比 2019 年 1-2 月日均用电增速下降前十行业 11

图表 31：2020 年 1-2 月相比 2019 年 12 月日均用电增速上升前十行业 11

图表 32：2020 年 1-2 月相比 2019 年 12 月日均用电增速下降前十行业 12

图表 33：2020 年 1-2 月全国各省用电量增速情况（%） 13

图表 34：2 月全国各省当月用电减量贡献率 13

图表 35：2020 年 1-2 月全国各省累计用电减量贡献率 13

图表 36：发电量月度同比增速（%） 14

图表 37：2020 年 1-2 月发电量增量（亿千瓦时）及增速 14

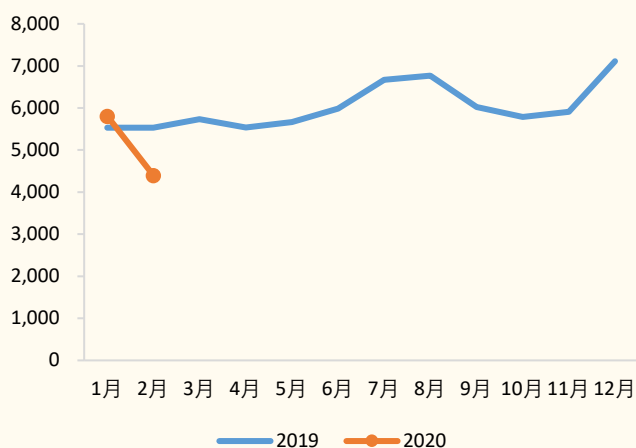
图表 38：2020 年 2 月发电量增量（亿千瓦时）及增速 14

图表 39：2020 年 1-2 月各省累计发电量同比增速 15

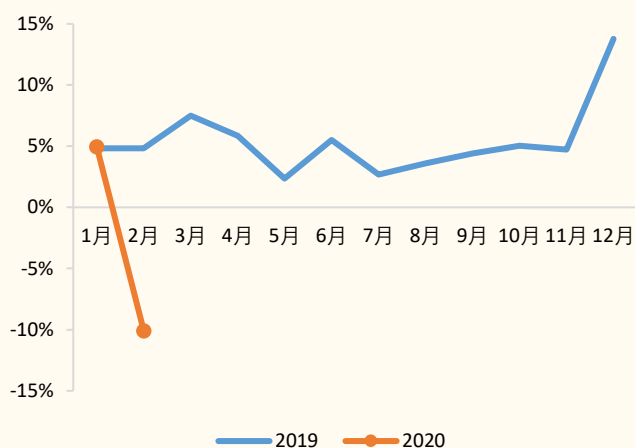
1-2月用电量同比下降7.8%，第二产业承担用电减量主要部分

- 2020年1-2月，全社会累计用电量10203亿千瓦时，同比下降7.8%，增速比去年同期下滑16.2个百分点。2月，全社会用电量4398亿千瓦时，同比下降-10.1%，增速比去年同期下滑14.9个百分点。相比1月5.0%的用电量增速，2月疫情对全社会用电量影响更大。
- 2020年1-2月，第一产业用电量114亿千瓦时，同比增长3.9%，占全社会用电量的比重为1.1%；第二产业用电量6221亿千瓦时，同比下滑12%，增速比上年同期减少19.1个百分点，占全社会用电量的比重为61%，对全社会用电量新增贡献率为98.5%；第三产业用电量1928亿千瓦时，同比下滑3.1%，增速比上年同期减少15.9个百分点，占全社会用电量的比重为18.9%，对全社会用电量新增贡献率为7.2%；城乡居民生活用电量1940亿千瓦时，同比增长2.4%，增速比上年下降8.2个百分点，占全社会用电量的比重为19%，对全社会用电量新增贡献率为-5.2%（由于2020年1-2月用电量同比下降，新增用电量为负数，故此居民用电新增贡献率为负数）。第二产业是1-2月累计用电减量的主要部分。

图表1：2019、2020年分月全社会用电量（亿千瓦时）



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

来源：中电联，国金证券研究所

TMT增幅亮眼能源微涨，其余四大板块增速出现不同程度下滑

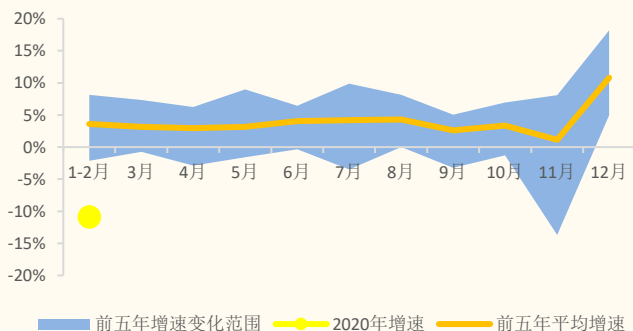
- 为了更加直观呈现不同行业用电量变化趋势，我们将十一大类细分71个子行业进行了整合，最终精简为六大板块。2020年1-2月地产周期、制造、交运、消费板块受疫情影响，用电量增速大幅下滑；能源板块包含行业大部分在春节期间不停产，因此受疫情影响较小，相比去年同期用电量基本持平；TMT板块增速23%，相比其他板块同比增速较高，但是相比2019年12月TMT板块用电量增速44.4%仍出现显著下滑。

图表3：六大板块1-2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	-10.87%	0.66%	-17.48%	-20.50%	-4.15%	23.16%	
历史同比	2015年	-2.14%	7.41%	10.00%	9.52%	7.32%	12.60%
	2016年	0.96%	8.86%	4.34%	-0.53%	10.21%	17.50%
	2017年	8.15%	8.05%	3.59%	5.86%	12.87%	16.50%
	2018年	7.84%	19.37%	12.14%	17.06%	12.32%	20.69%
	2019年	3.27%	8.90%	4.23%	-2.67%	11.46%	19.36%

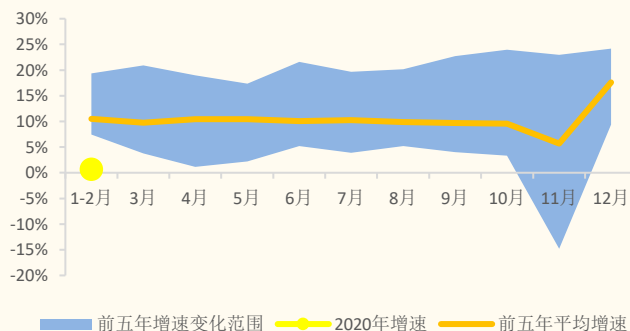
来源：中电联，国金证券研究所

图表 4：地产周期板块用电量同比增速与历史增速对比



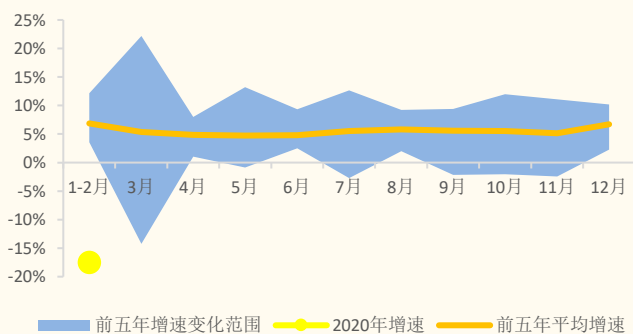
来源：中电联，国金证券研究所

图表 5：能源板块用电量同比增速与历史增速对比



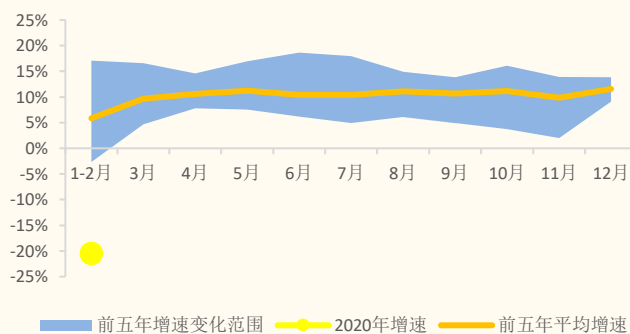
来源：中电联，国金证券研究所

图表 6：制造板块用电量同比增速与历史增速对比



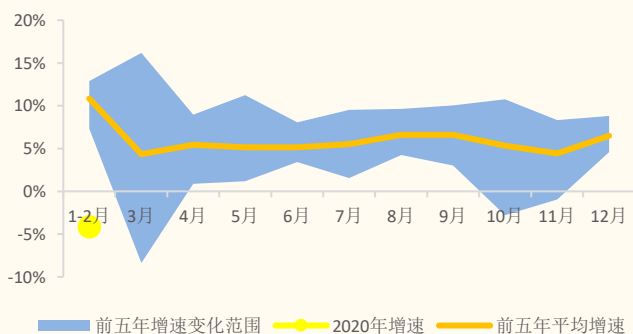
来源：中电联，国金证券研究所

图表 7：交运板块用电量同比增速与历史增速对比



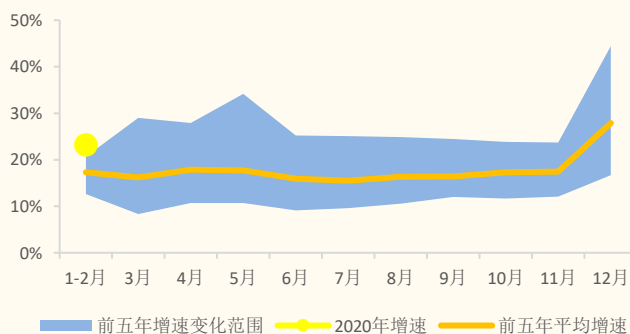
来源：中电联，国金证券研究所

图表 8：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

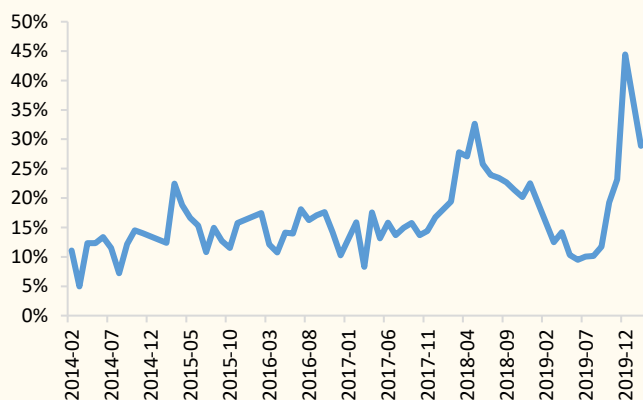
图表 9：TMT 板块用电量同比增速与历史增速对比



来源：中电联，国金证券研究所

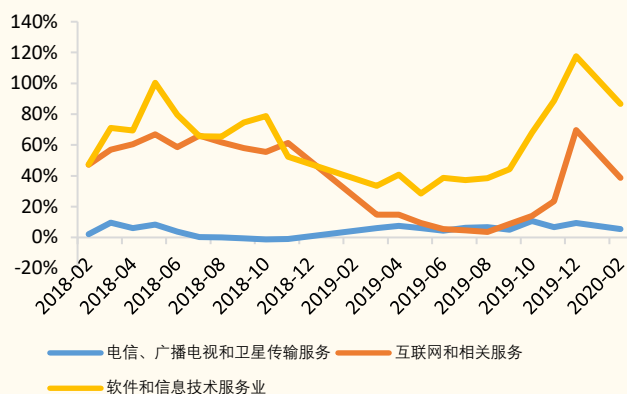
- TMT 板块从 2019 年四季度开始用电增速大幅提高，2019 年 12 月当月用电增速高达 44%，2019 年全年用电增速 16%。虽然 2020 年 1-2 月由于疫情原因用电增速下滑，但是累计增速依然达到可观的 27%，远好于其他五大板块。TMT 子行业中，拉动板块增长的主要是互联网和相关服务、软件和信息技术服务业，二者 2020 年 1-2 月累计用电增速分别为 39%和 87%，用电量占比仅 57%，贡献了 94%的新增用电量。

图表 10: TMT 板块用电量增长可观



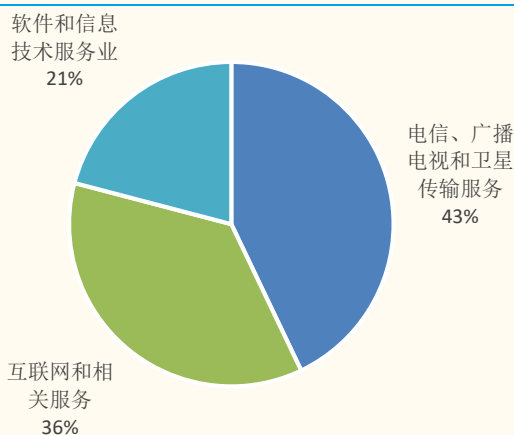
来源: 中电联, 国金证券研究所

图表 11: TMT 板块子行业用电量月度增速



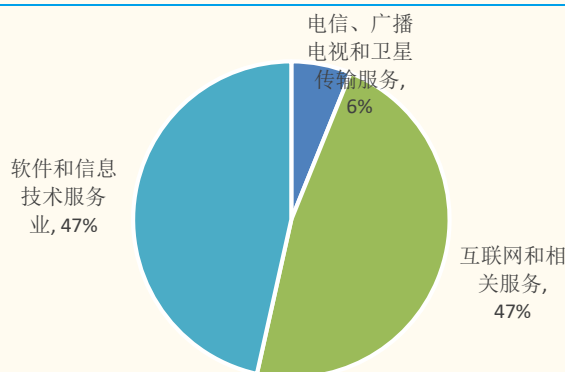
来源: 中电联, 国金证券研究所

图表 12: 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

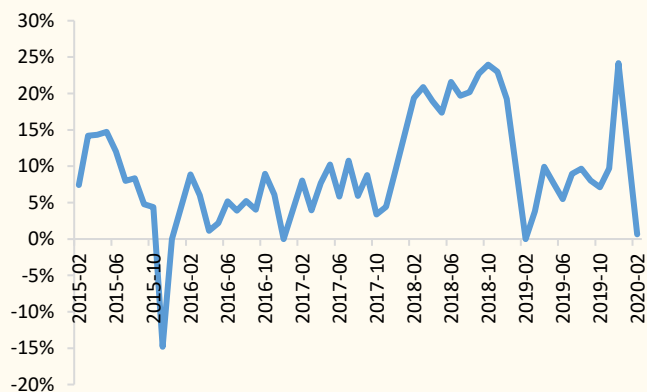
图表 13: TMT 板块用电量同比增速与历史增速对比



来源: 中电联, 国金证券研究所

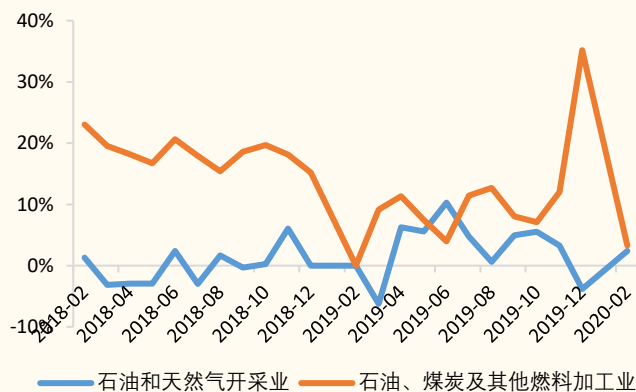
■ 能源板块在本次疫情期间用电量增速接近 1%，虽然不如 TMT 板块增速乐观，但是依然表现出较好的韧性。子行业石油、煤炭及其他燃料加工业从 2019 年四季度用电增速大幅提高，疫情期间继续拉动能源板块用电。但是由于燃料需要下游产业链消耗，在全国大面积延迟复工期间，下游燃料需求受到抑制，导致行业用电增速大幅下滑。

图表 14: 能源板块 2020 年 1-2 月用电量微幅上涨



来源: 中电联, 国金证券研究所

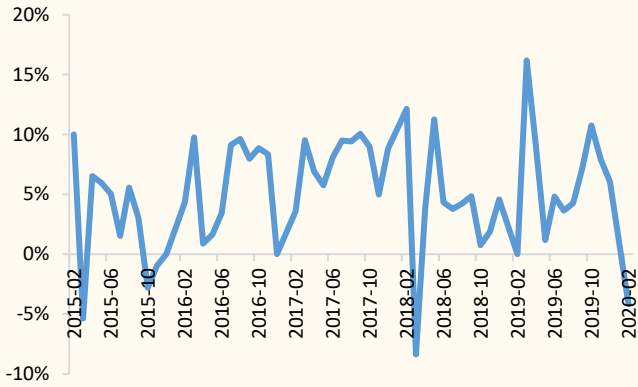
图表 15: 能源板块子行业用电量月度增速



来源: 中电联, 国金证券研究所

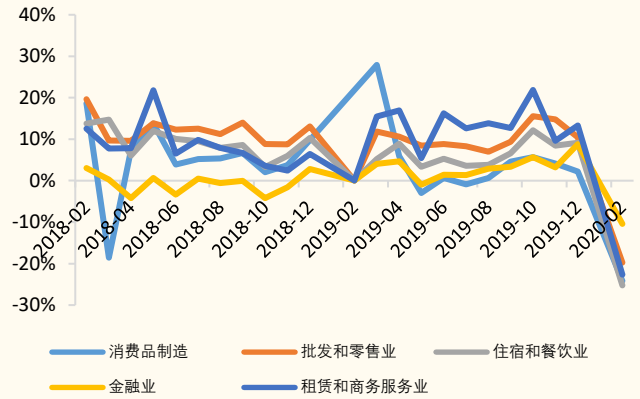
- 消费板块在本次疫情期间，用电量小幅下滑 4%。从子行业细分角度看，消费品制造、批发和零售业、住宿和餐饮业、租赁和商务服务业用电量均有 20%-25% 的下滑，仅金融行业用电量下滑 10%。消费品制造行业具有一定制造业特点，延迟复工影响了企业的生产活动。批发和零售业、住宿和餐饮业、租赁和商务服务业等依赖人流的行业则因为隔离原因用电量大幅下滑。金融业企业的经营大部分可以远程线上完成，因此受疫情影响较小。

图表 16: 消费板块用电量月度增速



来源：中电联，国金证券研究所

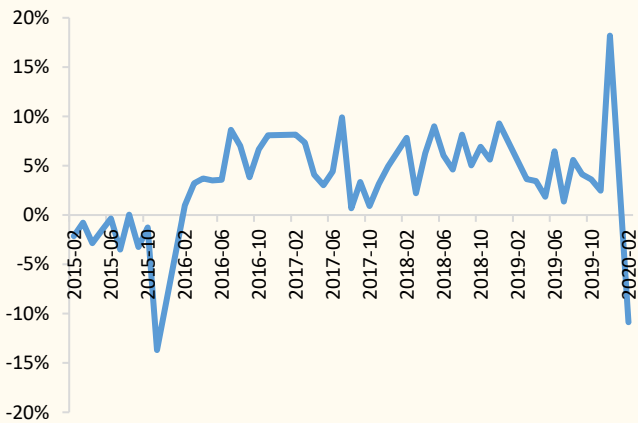
图表 17: 消费板块子行业用电量月度增速



来源：中电联，国金证券研究所

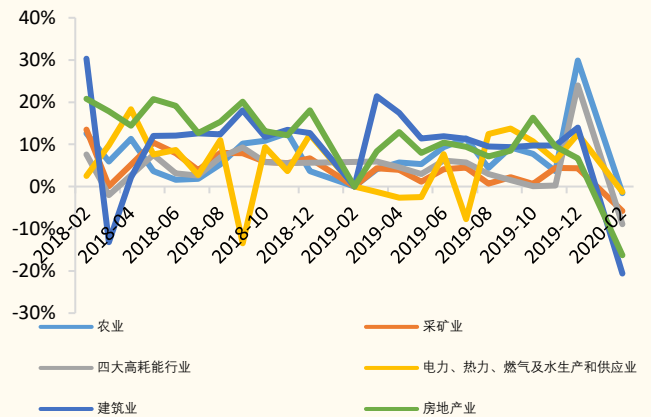
- 地产周期板块在本次疫情期间，用电量下滑 11%。从子行业细分角度看，农业和电力、热力、燃气及水生产和供应业用电量小幅下滑 1%-2%，较好体现了公用事业行业的防御性。采矿业、四大高耗能行业用电量分别下滑 6% 和 9%，与行业春节期间仍然保持开工有关。建筑业、房地产业用电量分别下滑 21% 和 16%，则是由从业人员延迟复工导致。

图表 18: 地产周期板块量月度增速



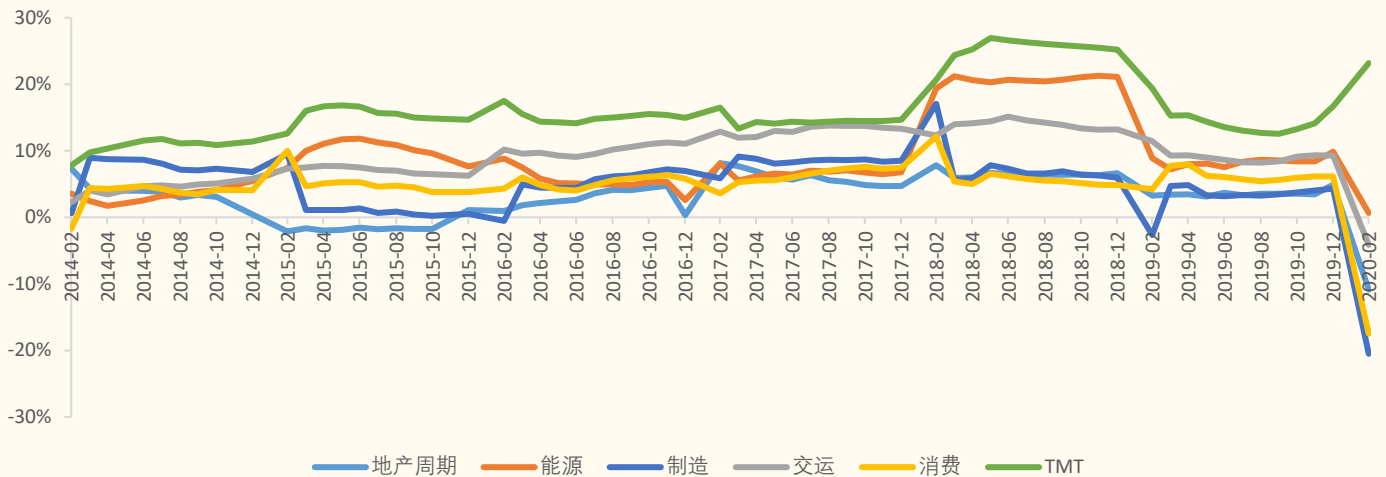
来源：中电联，国金证券研究所

图表 19: 消费板块子行业用电量月度增速



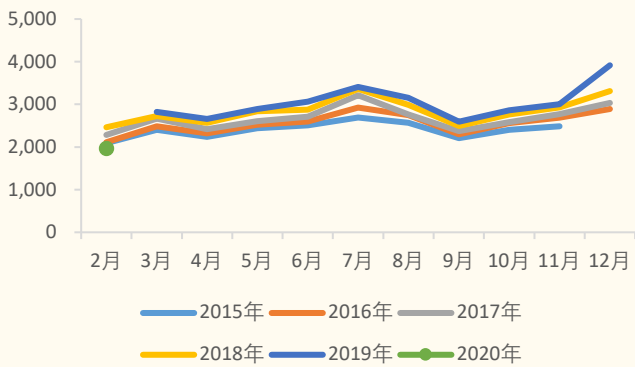
来源：中电联，国金证券研究所

图表 20: 六大板块累计增速



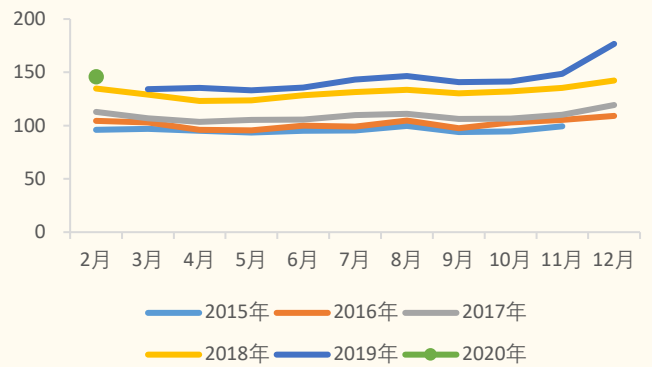
来源: 中电联, 国金证券研究所

图表 21: 地产周期板块逐年月度用电量对比 (亿千瓦时)



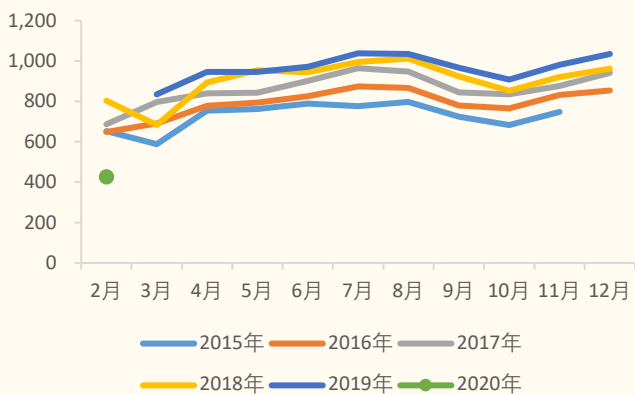
来源: 中电联, 国金证券研究所

图表 22: 能源板块逐年月度用电量对比 (亿千瓦时)



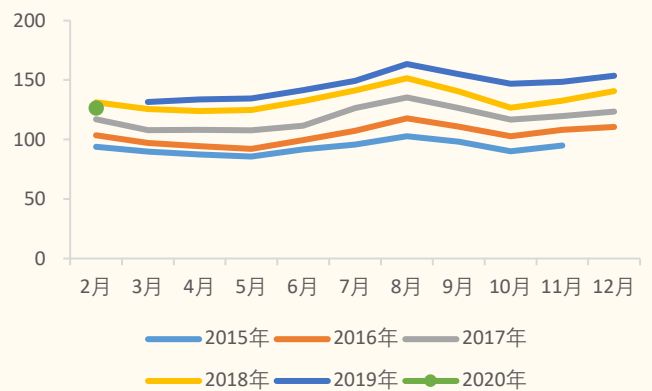
来源: 中电联, 国金证券研究所

图表 23: 制造板块逐年月度用电量对比 (亿千瓦时)



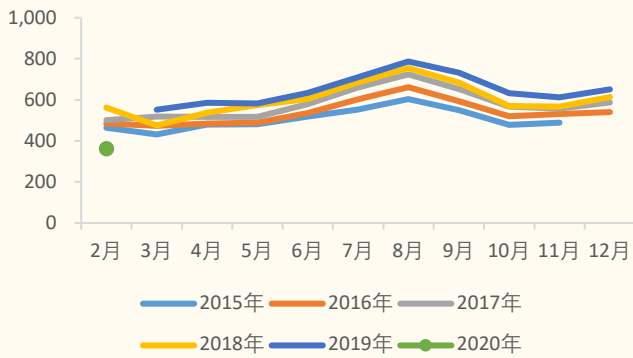
来源: 中电联, 国金证券研究所

图表 24: 交运板块逐年月度用电量对比 (亿千瓦时)



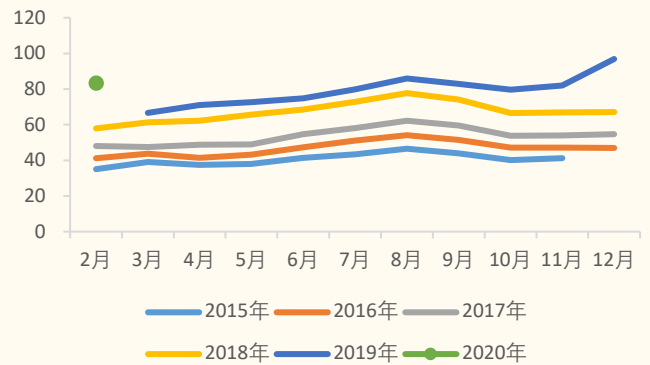
来源: 中电联, 国金证券研究所

图表 25: 消费板块逐年月度用电量对比 (亿千瓦时)



来源: 中电联, 国金证券研究所

图表 26: TMT 板块逐年月度用电量对比 (亿千瓦时)

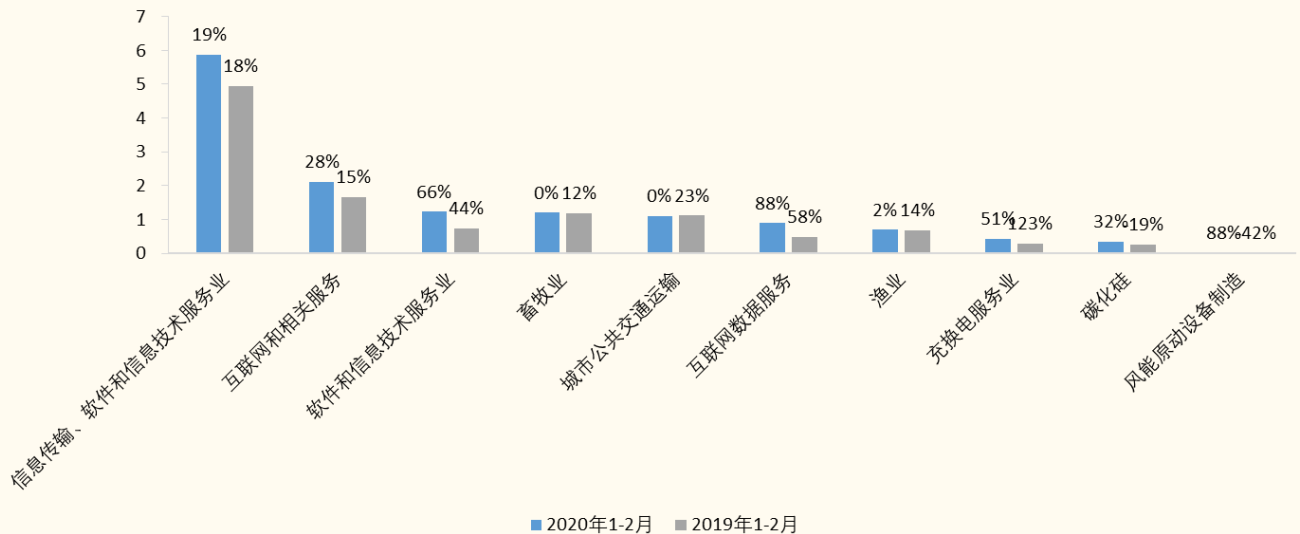


来源: 中电联, 国金证券研究所

日均用电增速前十名和日均用电增速后十名

- 日均用电高增速的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、互联网数据服务为 TMT 相关子行业, 虽然受疫情影响行业增速大幅下滑, 但是相比其他板块行业依然有较高增速。碳化硅行业的高增速则与光伏设备和芯片的生产拉动有关。城市公共交通运输业由于春运的刚性需求, 虽然受到疫情影响, 但是在 2020 年 1-2 月依然维持日均用电与去年同期持平。风能原动设备制造的高增速反映了行业较高景气度, 且受疫情影响较小。

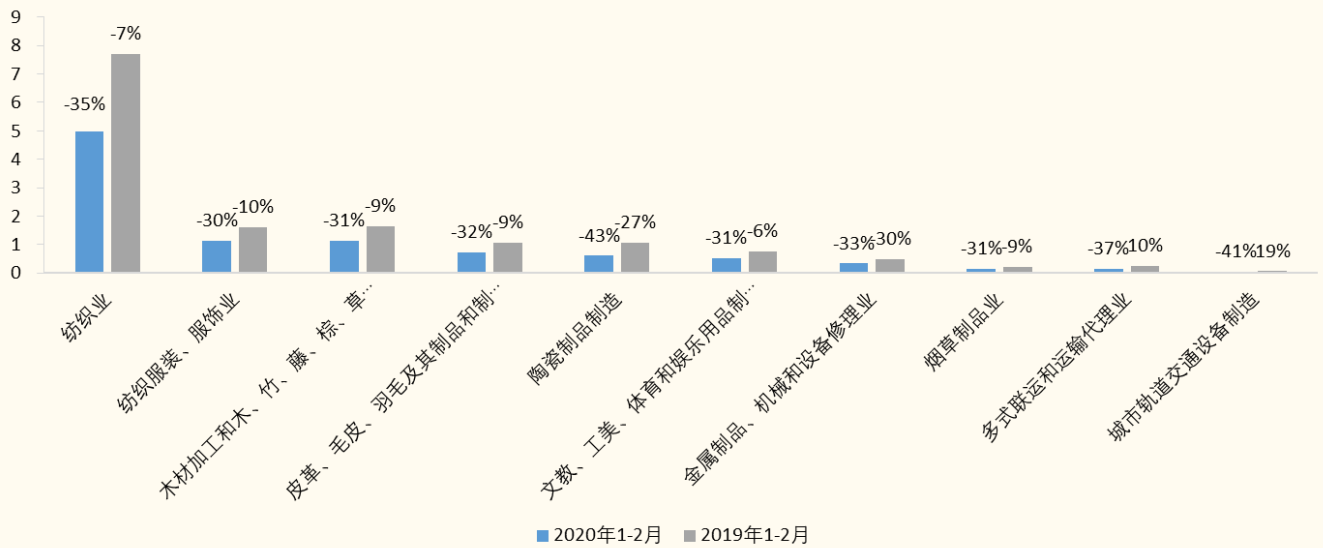
图表 27: 2020 年 1-2 月日均用电量增速前十名行业用电量对比 2019 年 1-2 月日均用电量 (亿千瓦时)



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

- 日均用电低增速的前十行业绝大多数为制造业, 充分反映了疫情延迟复工对制造业造成的影响, 也与我们前述制造板块用电量下降 17.5% 对应。

图表 28：2020 年 1-2 月日均用电量增速后十名行业用电量对比 2019 年 1-2 月日均用电量（亿千瓦时）

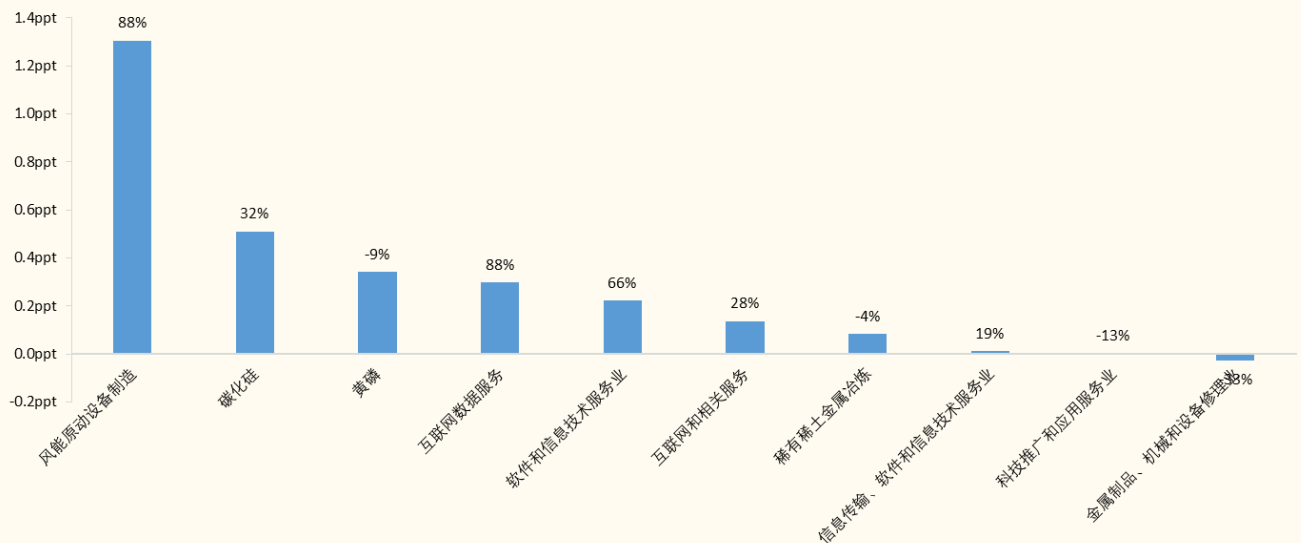


来源：中电联，wind，国金证券研究所注：柱状图数值为当月用电量，标签数值为当月用电量增速

日均用电增速同比上升前十名和同比下降前十名

- 受疫情影响，2020 年 2 月相比 2019 年 1-2 月绝大多数细分行业日均用电增速出现不同程度下降，仅个别子行业出现上升或持平。风能原动设备制造的 2020 年 1-2 月日均用电增速相比去年同期产生正向变化，反映了行业较高景气度。碳化硅行业的日均用电增速正向变化则与光伏设备和芯片的生产拉动有关。黄磷行业日均用电增速相比去年同期基本持平，或因行业 2019 年因环保停产问题正在逐步解决，逐步恢复产能对冲了疫情的负面影响。其他软件和信息技术服务业、互联网和相关服务、信息传输软件和信息技术服务业为 TMT 相关子行业，由于行业本身的高景气度，受疫情影响较小，日均用电增速相比去年同期基本持平。

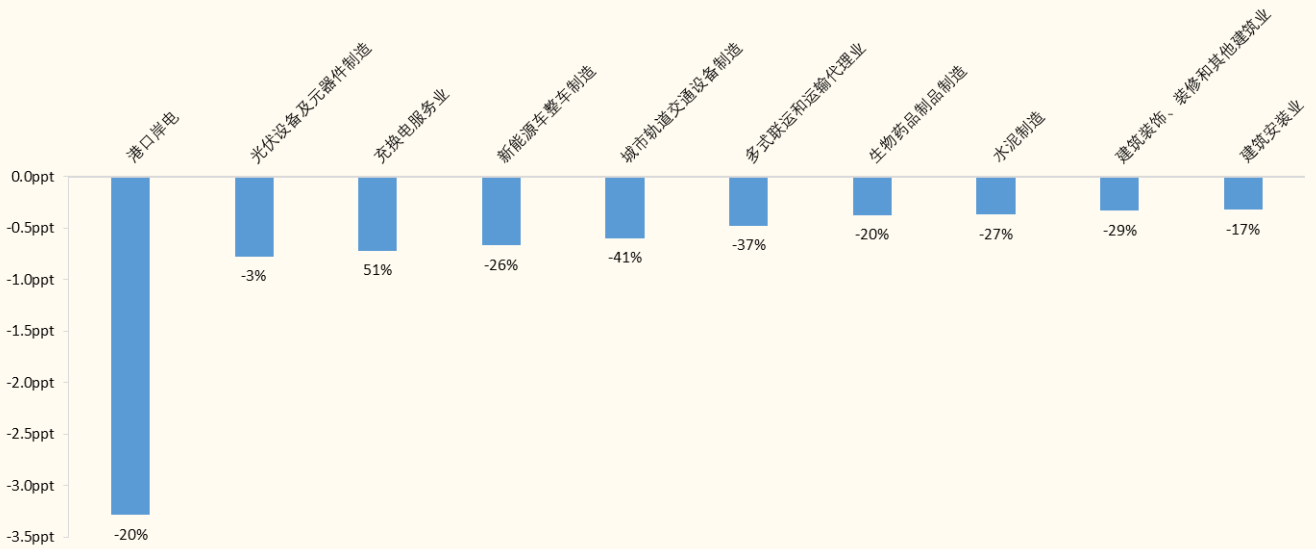
图表 29：2020 年 1-2 月相比 2019 年 1-2 月日均用电增速上升前十行业



来源：中电联，wind，国金证券研究所注：柱状图数值为用电增速变化百分点，标签数值为当月用电量增速

- 受疫情影响，2020 年 1-2 月相比 2019 年 1-2 月日均用电增速下降前十行业主要包含交通板块和制造板块行业。仅充换电服务业虽然由于出行需求减少用电增速下滑，但是由于行业本身高景气度，用电量仍维持较高增速。

图表 30：2020 年 1-2 月相比 2019 年 1-2 月日均用电增速下降前十行业

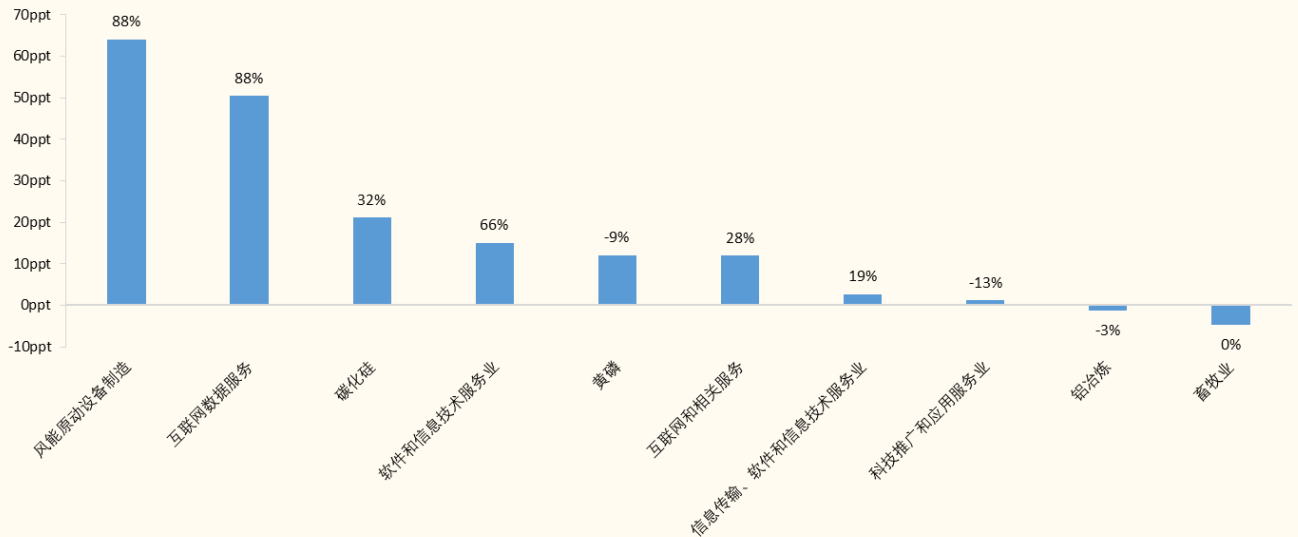


来源：中电联，wind，国金证券研究所注：柱状图数值为用电增速变化百分点，标签数值为当月用电量增速

日均用电增速环比上升前十名和环比下降前十名

- 受疫情影响，2020 年 1-2 月相比 2019 年 12 月绝大多数细分行业日均用电增速出现不同程度下降，仅个别子行业出现上升。互联网数据服务、软件和信息技术服务业、信息传输软件和信息技术服务业为 TMT 相关子行业，虽然受疫情影响行业增速大幅下滑，但是相比其他板块行业依然有较高增速。风能原动设备制造行业日均用电增速的快速提高的高增速反映了行业较高景气度，且受疫情影响较小。

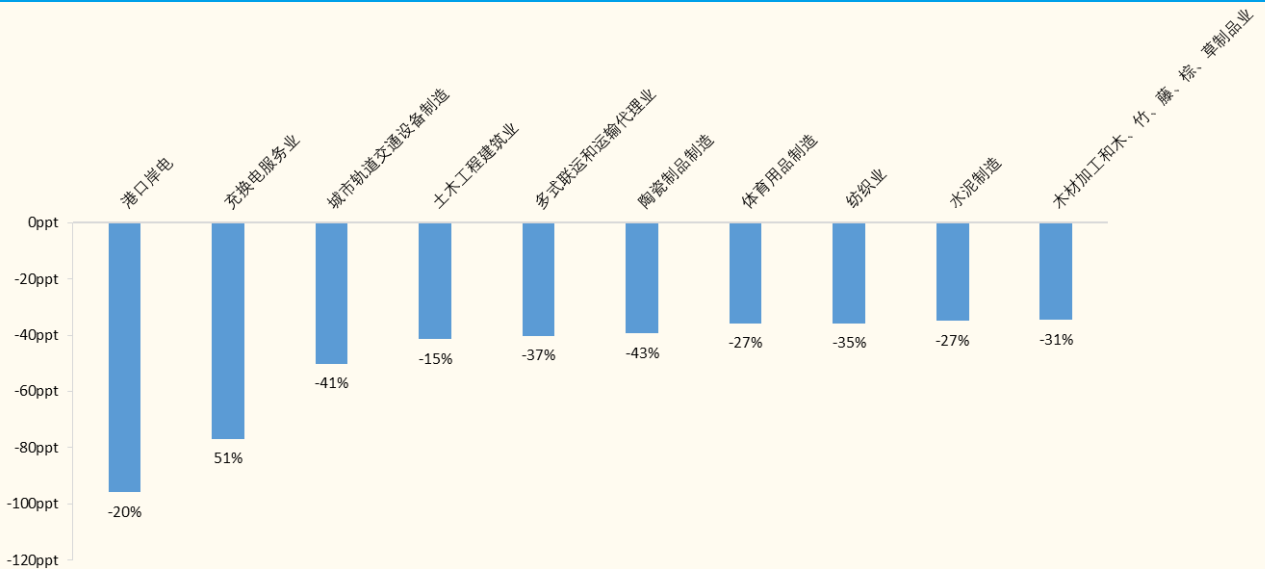
图表 31：2020 年 1-2 月相比 2019 年 12 月日均用电增速上升前十行业



来源：中电联，wind，国金证券研究所注：柱状图数值为用电增速变化百分点，标签数值为当月用电量增速

- 2020 年 1-2 月相比 2019 年 12 月日均用电增速下降最快的前十行业中，大部分是制造业，如陶瓷制品制造、体育用品制造、纺织业、水泥制造、木材加工和木竹藤棕草制品业对应制造板块用电量大幅下降。其他进入前十行业如港口岸电、充电服务业、城市轨道交通设备制造、多式联运和运输代理业则与交运板块直接相关，反应疫情对交运的负面影响。

图表 32：2020 年 1-2 月相比 2019 年 12 月日均用电增速下降前十行业



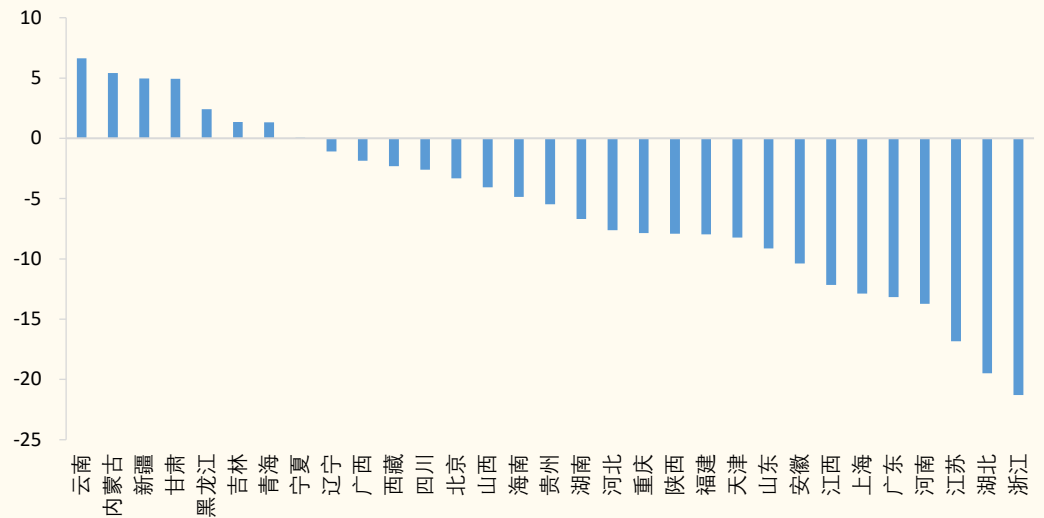
来源：中电联，wind，国金证券研究所注：柱状图数值为用电增速变化百分点，标签数值为当月用电量增速

- 为了消除农历春节和闰年日期误差，我们采用日均用电量进行对比。我们用 2020 年 1-2 月日均用电增速对比去年同期 1-2 月用电增速和去年 12 月用电增速，并计算了用电增速同比上升/下降前十行业和环比上升/下降前十行业。综合各个角度分析对比，TMT 相关子行业受疫情影响较小，行业高景气度带来的高用电增速基本没有出现下滑，同时风电原动设备制造行业也表现出类似的高增长韧性。此外，黄磷行业相比其他同类行业，受疫情影响较小，或因环保停产的产能从 2019 年底开始逐步复产，复产带来的用电量增长对冲了疫情的负面影响。此外，还有个别高耗能行业如碳化硅、稀有稀土金属冶炼等行业，受到 TMT 行业的间接带动，得以对冲疫情影响，用电量增速变化不大。

全国各省 1-2 月用电增量和用电增速与疫情高度相关

- 2020 年 1-2 月，全国各省用电量增速与疫情高度相关，基本呈现中、东部影响大、西部影响弱的情况，这与我国人口和产业分布的地域差异有关。我国西部人口较少、工业相对不发达的省份如新疆保持用电量正增长。离湖北较远省份如黑龙江、吉林、辽宁用电量正增长或微幅下降。春节和疫情期间不停工的高耗能行业占比较大的省份如云南、内蒙古用电量也保持正增长。疫情最严重的湖北省用电增速下降 19.5%。河南省由于在外务工人员众多且临近湖北，防疫措施执行严格，用电量也出现较大幅度下滑。安徽、江西等省份同样由于临近湖北，用电量增长也受到较大影响。浙江、江苏、广东、山东四大用电省份第二产业占比高，延迟复工造成用电量大幅下滑；且四省下滑幅度出现分化，地理位置离湖北较近的浙江、江苏用电量下滑幅度更大，地理位置离湖北较远的广东、山东下滑幅度较小；山东由于有地炼等行业，疫情期间不停工的高耗能行业占比较高，用电增速在四省中下滑幅度最小。

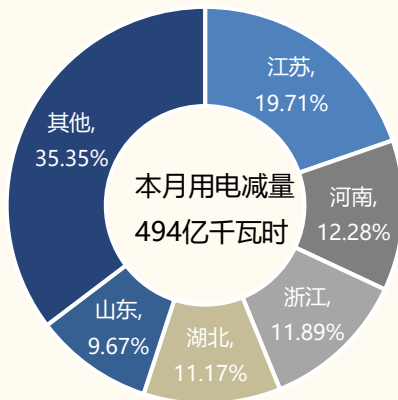
图表 33: 2020 年 1-2 月全国各省用电量增速情况 (%)



来源: 中电联, wind, 国金证券研究所

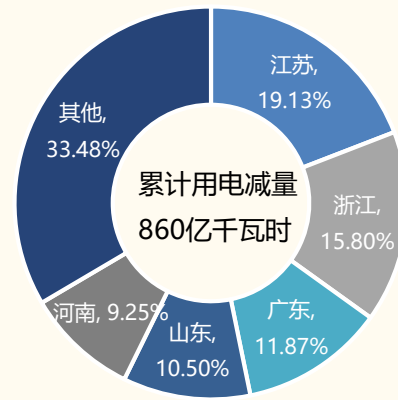
- 2020 年 1-2 月全国各省累计用电减量贡献率前五省份分别为江苏、浙江、广东、山东、河南，前四省为我国用电大省，且疫情中受到较为严重影响，河南由于临近湖北且疫情期间管理较为严格，也造成了较大的用电减量。

图表 34: 2 月全国各省当月用电减量贡献率



来源: 中电联, wind, 国金证券研究所

图表 35: 2020 年 1-2 月全国各省累计用电减量贡献率

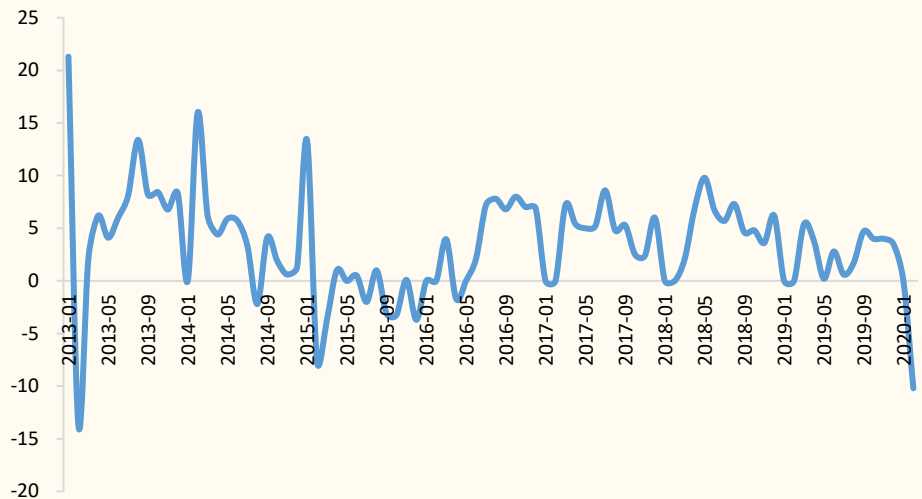


来源: 中电联, wind, 国金证券研究所

2020 年 1-2 月需求下降导致水火核电发电量同比下降

- 2020 年 1-2 月，全国规模以上电厂发电量 10134 亿千瓦时，同比下降 7.7%，增速比上年同期下滑 16.4 个百分点。2 月规模以上机组发电量 4363 亿千瓦时，同比下降 10.2%，增速较去年同期下滑 14.5 个百分点。

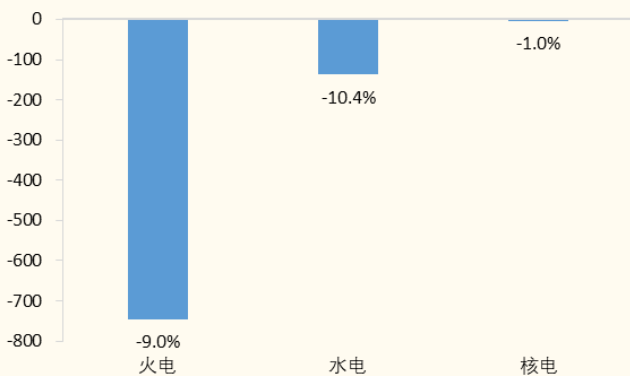
图表 36: 发电量月度同比增速 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

- 2020 年 1-2 月, 全国规模以上电厂火电发电量 7565 亿千瓦时, 同比下降 9.0%, 增速比上年同期下滑 15.0 个百分点; 全国规模以上电厂水电发电量 1187 亿千瓦时, 同比下降 10.4%, 增速比上年同期下滑 14.6 个百分点; 全国核电发电量 473 亿千瓦时, 同比下降 1.0%, 增速比上年同期下滑 19.7 个百分点。2019 年下半年来水不佳, 影响 2020 年水电发电量下降; 火电作为调节电源, 在疫情导致下游用电需求下降时, 表现出最大的弹性, 发电量下降幅度最大。

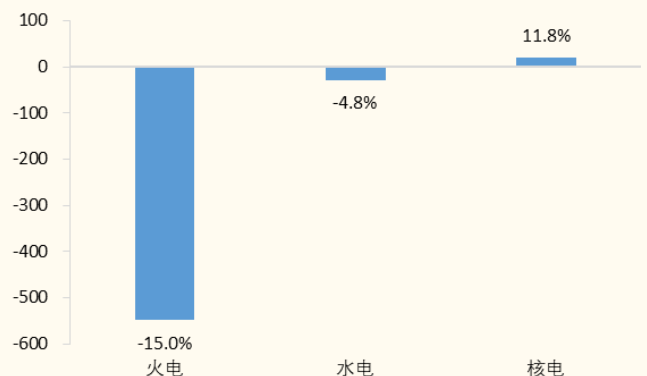
图表 37: 2020 年 1-2 月发电量增量 (亿千瓦时) 及增速



来源: 中电联, wind, 国金证券研究所

注: 柱形为各种电源的发电量增量, 数字为对应电源发电量累计同比增速

图表 38: 2020 年 2 月发电量增量 (亿千瓦时) 及增速

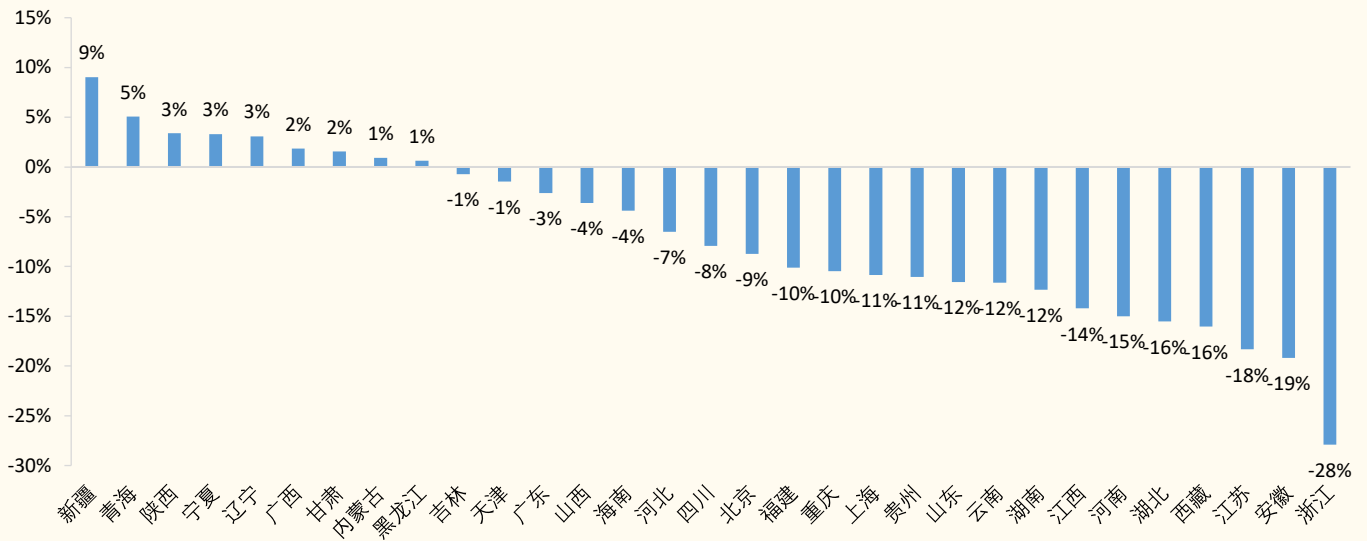


来源: 中电联, wind, 国金证券研究所

注: 柱形为各种电源的发电量增量, 数字为对应电源发电量当月同比增速

- 2020 年 1-2 月全国发电量累计增速前五位的省份分别是新疆、青海、陕西、宁夏、辽宁。

图表 39：2020 年 1-2 月各省累计发电量同比增速



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；宏观经济大幅放缓；电力改革进展缓慢；主要水系来水不及预期。

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