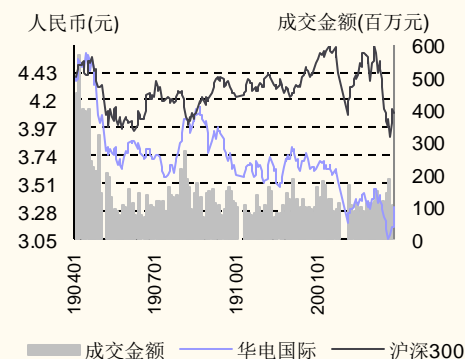


**华电国际 (600027.SH) 买入 (维持评级)****公司点评**

市场价格 (人民币): 3.32 元

**煤价下行奠定长期盈利空间****市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	98.63
已上市流通 A 股(亿股)	69.96
流通港股(亿股)	17.17
总市值(亿元)	327.45
年内股价最高最低(元)	3.47/3.05
沪深 300 指数	3710
上证指数	2772

**公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	89,314	93,654	91,916	93,756	96,337
营业收入增长率	13.05%	4.86%	-1.86%	2.00%	2.75%
归母净利润(百万元)	1,726	3,407	4,523	5,306	5,366
归母净利润增长率	301.18%	97.44%	32.76%	17.32%	1.12%
摊薄每股收益(元)	0.175	0.345	0.459	0.538	0.544
每股经营性现金流净额	1.80	2.15	2.59	2.60	2.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.29%	5.54%	7.37%	8.16%	7.75%
P/E	27.15	10.62	6.87	5.85	5.79
P/B	0.89	0.59	0.51	0.48	0.45

来源: 公司年报、国金证券研究所

**业绩简评**

- 2019 年公司实现营业收入 936.54 亿元, 同比增长 4.86%; 归母净利润 34.07 亿元, 同比增长 97.44%。公司业绩符合预期。

**经营分析**

- **量价齐升拉动公司营业收入稳健增长:** 公司营收增长主要源于发电量和电价的增长。2019 年公司发电量 2151.09 亿千瓦时, 同比增长 2%。公司平均上网电价 414.49 元/兆瓦时, 同比增长 2%。电价的提升则受益于增值税下调和市场化电价折价收窄。4 月 1 日增值税由 16% 下降到 13%, 公司不含税电价明显提升。2019 年公司市场化交易电量占比 54%, 同比增加 9.78pct。近年公司结算电价和市场化电量占比不断上升, 电力供需结构改善。
- **煤价下行费用降低, 公司盈利大幅增长:** 在营业收入增长基础上, 公司营业成本下降。2019 年公司供电煤耗为 295 克/千瓦时, 比去年同期下降 4 克/千瓦时, 同时 QHD Q5500 动力煤全年均价同比下跌 60 元/吨至 587 元/吨。受益于煤价下行、供电煤耗下降, 在火电发电量同比增长 2.06% 的情况下, 公司 19 年燃料成本仅增长 0.79%, 单位燃料成本有所下降。此外, 近年来公司财务费用持续下降, 19 年财务费用比上年同期下降 3%, 主要系资本支出下降、有息负债规模减少等因素综合影响。在收入端发电量、电价上升, 成本端燃料成本和财务费用下降的综合作用下, 19 年归母净利润增长 97%。
- **煤价长期下行将有望助推业绩改善, 高分红低估值具备防御属性:** 2019 年动力煤产量、进口量同比增长 6%、4%, 煤炭固定资产投资完成额同比增长 30%, 且受疫情影响需求下滑, 煤炭长期供给宽松加剧。预计 2020 年煤价中枢 540 元/吨, 公司将从煤价下跌中充分受益。2019 年公司分红率从之前的 40% 左右大幅提升至 50%, 随着火电企业盈利修复, 现金流充裕, 未来有望维持高分红比例, 在当前经济趋弱条件下稳健的业绩更具防御性。

**投资建议**

- 我们预测公司 2020-2022 年的营收为 919/938/963 亿元, 对应归母净利润分别为 45/53/54 亿元, 对应 EPS 为 0.46/0.54/0.55 元, 对应 PE 为 7/6/6 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示**

- 疫情影响超出预期; 电价大幅下降; 利用小时数大幅下降; 限售股解禁。

**相关报告**

- 1.《燃煤、财务成本双降, 盈利改善估值有望回归-华电国际公司深度》, 2019.12.24

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

娜敏 联系人

**图表 1：公司 2020 年业绩预测关键假设**

火电发电量同比	1%
火电电价同比	-3%
公司入炉煤价下跌（元/吨）	50
秦皇岛平仓均价下跌（元/吨）	45

来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 2：公司 2020 年业绩敏感性测算**

火电发电量同比	1%	0%	-5%	0%
火电电价同比	-3%	-5%	0%	0%
公司入炉煤价下跌（元/吨）	50	0	0	11
秦皇岛平仓均价下跌（元/吨）	45	0	0	10
归母净利润同比	33%	-63%	-18%	21%

来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 3：公司营业指标**

装机容量（兆瓦）							
电源种类	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
煤机	兆瓦	39000	40225	43235	43435	44435	45435
燃机	兆瓦	4427	5118	6874	7324	7774	8224
水电	兆瓦	1979	2123	2185	2353	2539	2539
风电	兆瓦	3197	3427	3675	4075	4125	4175
太阳能	兆瓦	241	417	596	696	796	946
利用小时							
电源种类	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
煤机	小时	4502	4849	4512	4342	4334	4326
燃机	小时	1533	1603	2053	2003	2003	2003
水电	小时	3405	3486	3973	3730	3851	3790
风电	小时	1816	1895	1695	1795	1745	1770
太阳能	小时	1433	1318	1337	1328	1332	1330
发电量							
电源种类	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
火电	亿千瓦时	1789	1959	1999	2024	2055	2104
水电	亿千瓦时	67	69	84	87	90	90
风电	亿千瓦时	58	65	60	63	63	64
太阳能	亿千瓦时	3	6	9	9	10	11
上网电量							
电源种类	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
火电	亿千瓦时	1666	1789	1864	1887	1917	1962
水电	亿千瓦时	66	69	83	86	90	90
风电	亿千瓦时	57	64	59	62	62	63
太阳能	亿千瓦时	3	5	9	9	10	11
电价							
电源种类	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
火电	元/兆千瓦时	343	357	368	357	357	357

水电	元/兆千瓦时	226	231	216	216	223	216
风电	元/兆千瓦时	434	487	490	490	489	490
太阳能	元/兆千瓦时	877	890	758	758	1203	1360

**营业收入**

电源种类	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
火电	百万元	57102	63931	68603	67363	68413	70036
水电	百万元	1489	1582	1791	1862	2000	1935
风电	百万元	2478	3114	2873	3036	3045	3073
太阳能	百万元	295	483	652	711	1210	1496
供热	百万元	4026	4912	5711	5403	5943	6537
售煤	百万元	12804	13397	12842	12500	12000	12000
其它业务	百万元	813	946	1183	1040	1144	1259
总收入	百万元	79007	88365	93654	91916	93756	96337

**营业成本**

项目	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
燃料成本	百万元	39641	44980	45950	41634	42419	43634
煤炭销售成本	百万元	12314	12413	11738	11797	11325	11325
折旧及摊销	百万元	10194	9989	11546	11796	12046	12296
职工薪酬	百万元	4611	5309	6020	5908	6026	6192
维护、保养及检查费用	百万元	2638	3366	3809	3738	3813	3918
其他生产费用	百万元	1278	1392	1182	1500	1550	1600
总成本	百万元	70677	77450	80244	76373	77179	78965
燃料费用	百万元	39641	44980	45950	41634	42419	43634
煤电燃料费用	百万元	35522	39940	37756	33625	33902	34610
气电燃料费用	百万元	4119	5040	8194	8009	8516	9024

来源：wind，国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>79,007</b>	<b>89,314</b>	<b>93,654</b>	<b>91,916</b>	<b>93,756</b>	<b>96,337</b>
增长率		13.0%	4.9%	-1.9%	2.0%	2.8%
<b>主营业务成本</b>	<b>-70,677</b>	<b>-78,281</b>	<b>-80,482</b>	<b>-76,373</b>	<b>-77,179</b>	<b>-78,965</b>
<b>%销售收入</b>	<b>89.5%</b>	<b>87.6%</b>	<b>85.9%</b>	<b>83.1%</b>	<b>82.3%</b>	<b>82.0%</b>
<b>毛利</b>	<b>8,330</b>	<b>11,032</b>	<b>13,172</b>	<b>15,543</b>	<b>16,577</b>	<b>17,372</b>
<b>%销售收入</b>	<b>10.5%</b>	<b>12.4%</b>	<b>14.1%</b>	<b>16.9%</b>	<b>17.7%</b>	<b>18.0%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-901</b>	<b>-1,123</b>	<b>-1,119</b>	<b>-1,103</b>	<b>-1,125</b>	<b>-1,156</b>
<b>%销售收入</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.2%</b>
<b>销售费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-1,677</b>	<b>-1,888</b>	<b>-1,719</b>	<b>-2,114</b>	<b>-2,250</b>	<b>-2,408</b>
<b>%销售收入</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.5%</b>
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>5,752</b>	<b>8,021</b>	<b>10,334</b>	<b>12,326</b>	<b>13,202</b>	<b>13,808</b>
<b>%销售收入</b>	<b>7.3%</b>	<b>9.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>13.4%</b>	<b>14.1%</b>	<b>14.3%</b>
<b>财务费用</b>	<b>-5,044</b>	<b>-5,360</b>	<b>-5,189</b>	<b>-5,235</b>	<b>-5,351</b>	<b>-5,130</b>
<b>%销售收入</b>	<b>6.4%</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.7%</b>	<b>5.7%</b>	<b>5.3%</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>-772</b>	<b>-121</b>	<b>-782</b>	<b>-986</b>	<b>-481</b>	<b>-434</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>-17</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>978</b>	<b>911</b>	<b>781</b>	<b>700</b>	<b>700</b>	<b>700</b>
<b>%税前利润</b>	<b>75.4%</b>	<b>28.4%</b>	<b>14.1%</b>	<b>9.8%</b>	<b>8.3%</b>	<b>7.8%</b>
<b>营业利润</b>	<b>1,299</b>	<b>3,620</b>	<b>5,493</b>	<b>7,125</b>	<b>8,441</b>	<b>9,305</b>
<b>营业利润率</b>	<b>1.6%</b>	<b>4.1%</b>	<b>5.9%</b>	<b>7.8%</b>	<b>9.0%</b>	<b>9.7%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>-2</b>	<b>-415</b>	<b>43</b>	<b>20</b>	<b>35</b>	<b>-300</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,298</b>	<b>3,206</b>	<b>5,537</b>	<b>7,145</b>	<b>8,476</b>	<b>9,005</b>
<b>利润率</b>	<b>1.6%</b>	<b>3.6%</b>	<b>5.9%</b>	<b>7.8%</b>	<b>9.0%</b>	<b>9.3%</b>
<b>所得税</b>	<b>-522</b>	<b>-898</b>	<b>-1,098</b>	<b>-1,429</b>	<b>-1,695</b>	<b>-1,801</b>
<b>所得税率</b>	<b>40.2%</b>	<b>28.0%</b>	<b>19.8%</b>	<b>20.0%</b>	<b>20.0%</b>	<b>20.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>776</b>	<b>2,308</b>	<b>4,439</b>	<b>5,716</b>	<b>6,780</b>	<b>7,204</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>346</b>	<b>583</b>	<b>1,032</b>	<b>1,193</b>	<b>1,474</b>	<b>1,838</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>430</b>	<b>1,726</b>	<b>3,407</b>	<b>4,523</b>	<b>5,306</b>	<b>5,366</b>
<b>净利率</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.9%</b>	<b>3.6%</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.7%</b>	<b>5.6%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>776</b>	<b>2,308</b>	<b>4,439</b>	<b>5,716</b>	<b>6,780</b>	<b>7,204</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>346</b>	<b>583</b>	<b>1,032</b>	<b>1,193</b>	<b>1,474</b>	<b>1,838</b>
<b>非现金支出</b>	<b>11,008</b>	<b>10,266</b>	<b>12,480</b>	<b>12,808</b>	<b>13,502</b>	<b>14,530</b>
<b>非经营收益</b>	<b>3,720</b>	<b>4,310</b>	<b>4,190</b>	<b>3,021</b>	<b>4,973</b>	<b>5,054</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-2,734</b>	<b>839</b>	<b>70</b>	<b>3,989</b>	<b>415</b>	<b>266</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>12,770</b>	<b>17,724</b>	<b>21,178</b>	<b>25,533</b>	<b>25,670</b>	<b>27,054</b>
<b>资本开支</b>	<b>-13,913</b>	<b>-17,200</b>	<b>-14,938</b>	<b>-21,029</b>	<b>-13,594</b>	<b>-13,078</b>
<b>投资</b>	<b>-745</b>	<b>169</b>	<b>-204</b>	<b>-319</b>	<b>-490</b>	<b>-540</b>
<b>其他</b>	<b>571</b>	<b>548</b>	<b>356</b>	<b>700</b>	<b>700</b>	<b>700</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-14,087</b>	<b>-16,483</b>	<b>-14,786</b>	<b>-20,648</b>	<b>-13,384</b>	<b>-12,918</b>
<b>股权募资</b>	<b>509</b>	<b>9,479</b>	<b>9,428</b>	<b>-2,126</b>	<b>996</b>	<b>1,500</b>
<b>债权募资</b>	<b>9,937</b>	<b>-4,914</b>	<b>-8,125</b>	<b>11,216</b>	<b>-4,153</b>	<b>-6,473</b>
<b>其他</b>	<b>-8,090</b>	<b>-6,808</b>	<b>-8,129</b>	<b>-8,108</b>	<b>-8,432</b>	<b>-8,269</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,356</b>	<b>-2,242</b>	<b>-6,827</b>	<b>982</b>	<b>-11,588</b>	<b>-13,243</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,039</b>	<b>-1,001</b>	<b>-435</b>	<b>5,868</b>	<b>698</b>	<b>894</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>货币资金</b>	<b>7,482</b>	<b>6,741</b>	<b>6,588</b>	<b>12,455</b>	<b>13,153</b>	<b>14,047</b>
<b>应收款项</b>	<b>12,020</b>	<b>12,858</b>	<b>14,038</b>	<b>12,435</b>	<b>12,702</b>	<b>13,068</b>
<b>存货</b>	<b>2,871</b>	<b>3,446</b>	<b>3,223</b>	<b>3,169</b>	<b>3,245</b>	<b>3,341</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>2,678</b>	<b>2,972</b>	<b>2,751</b>	<b>2,982</b>	<b>2,936</b>	<b>3,035</b>
<b>流动资产</b>	<b>25,052</b>	<b>26,018</b>	<b>26,600</b>	<b>31,042</b>	<b>32,036</b>	<b>33,491</b>
<b>%总资产</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.6%</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.8%</b>	<b>13.4%</b>
<b>长期投资</b>	<b>11,217</b>	<b>11,618</b>	<b>12,303</b>	<b>12,572</b>	<b>12,962</b>	<b>13,392</b>
<b>固定资产</b>	<b>162,583</b>	<b>170,476</b>	<b>170,577</b>	<b>179,087</b>	<b>179,043</b>	<b>176,940</b>
<b>%总资产</b>	<b>75.2%</b>	<b>75.3%</b>	<b>74.2%</b>	<b>72.2%</b>	<b>71.7%</b>	<b>70.7%</b>
<b>无形资产</b>	<b>14,533</b>	<b>14,901</b>	<b>17,311</b>	<b>17,578</b>	<b>17,941</b>	<b>18,399</b>
<b>非流动资产</b>	<b>191,227</b>	<b>200,411</b>	<b>203,276</b>	<b>216,957</b>	<b>217,767</b>	<b>216,761</b>
<b>%总资产</b>	<b>88.4%</b>	<b>88.5%</b>	<b>88.4%</b>	<b>87.5%</b>	<b>87.2%</b>	<b>86.6%</b>
<b>资产总计</b>	<b>216,279</b>	<b>226,429</b>	<b>229,876</b>	<b>247,999</b>	<b>249,803</b>	<b>250,251</b>
<b>短期借款</b>	<b>48,414</b>	<b>41,340</b>	<b>37,353</b>	<b>47,791</b>	<b>38,838</b>	<b>26,804</b>
<b>应付款项</b>	<b>24,568</b>	<b>24,545</b>	<b>22,829</b>	<b>22,060</b>	<b>22,299</b>	<b>22,743</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>7,335</b>	<b>10,536</b>	<b>7,141</b>	<b>11,946</b>	<b>13,537</b>	<b>14,992</b>
<b>流动负债</b>	<b>80,317</b>	<b>76,422</b>	<b>67,324</b>	<b>81,796</b>	<b>74,674</b>	<b>64,539</b>
<b>长期贷款</b>	<b>62,209</b>	<b>66,755</b>	<b>64,624</b>	<b>69,844</b>	<b>71,844</b>	<b>74,444</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>18,331</b>	<b>16,210</b>	<b>18,873</b>	<b>16,244</b>	<b>18,045</b>	<b>20,008</b>
<b>负债</b>	<b>160,857</b>	<b>159,387</b>	<b>150,821</b>	<b>167,884</b>	<b>164,564</b>	<b>158,991</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>41,759</b>	<b>52,396</b>	<b>61,510</b>	<b>61,378</b>	<b>65,028</b>	<b>69,211</b>
<b>其中：股本</b>	<b>9,863</b>	<b>9,863</b>	<b>9,863</b>	<b>9,863</b>	<b>9,863</b>	<b>9,863</b>
<b>未分配利润</b>	<b>15,489</b>	<b>16,606</b>	<b>18,553</b>	<b>20,814</b>	<b>23,468</b>	<b>26,151</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>13,663</b>	<b>14,646</b>	<b>17,545</b>	<b>18,737</b>	<b>20,211</b>	<b>22,049</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>216,279</b>	<b>226,429</b>	<b>229,876</b>	<b>247,999</b>	<b>249,803</b>	<b>250,251</b>

**比率分析**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.044	0.175	0.345	0.459	0.538	0.544
每股净资产	4.234	5.312	6.236	6.223	6.593	7.017
每股经营现金净流	1.295	1.797	2.147	2.589	2.603	2.743
每股股利	0.136	0.018	0.066	0.229	0.269	0.272
<b>回报率</b>						
净资产收益率	1.03%	3.29%	5.54%	7.37%	8.16%	7.75%
总资产收益率	0.20%	0.76%	1.48%	1.82%	2.12%	2.14%
投入资本收益率	1.93%	3.13%	4.29%	4.72%	5.07%	5.36%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	24.72%	13.05%	4.86%	-1.86%	2.00%	2.75%
EBIT增长率	-50.43%	39.46%	28.83%	19.27%	7.11%	4.59%
净利润增长率	-87.14%	301.18%	97.44%	32.76%	17.32%	1.12%
总资产增长率	2.93%	4.69%	1.52%	7.88%	0.73%	0.18%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	35.2	38.3	39.4	40.0	40.5	41.0
存货周转天数	14.5	14.7	15.1	15.3	15.5	15.6
应付账款周转天数	90.8	82.6	80.7	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	641.6	588.4	599.7	657.9	657.5	644.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	204.25%	162.33%	133.93%	145.37%	129.01%	110.56%
EBIT利息保障倍数	1.1	1.5	2.0	2.4	2.5	2.7
资产负债率	74.37%	70.39%	65.61%	67.70%	65.88%	63.53%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	4	7	17
增持	0	0	2	6	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.33	1.46	1.39

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-12-31	买入	3.63	4.50~4.50

来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 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。

**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