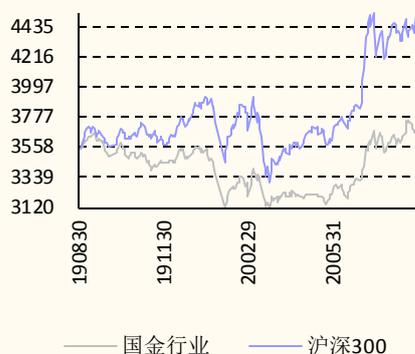


## 市场数据(人民币)

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	3696
沪深300指数	4844
上证指数	3404
深证成指	13851
中小板综指	13021



## 相关报告

- 1.《用电量看经济：六大板块全面复苏-电力行业深度》，2020.7.23
- 2.《下半年财政投资加速，货币政策谨慎宽松-行业点评》，2020.7.23
- 3.《火电左侧建仓时，水电白马增持际-电力行业点评》，2020.7.21
- 4.《用电量看经济：三产增长，消费恢复-电力行业深度》，2020.7.8
- 5.《温升水少火电增长，煤价短涨有望利润翻倍-电力行业点评》，2020.6.17

杜旷舟 联系人  
dukz@gjzq.com.cn

15

## 用电看经济：线上经济降温，消费复苏持续

## 行业观点

- **二产增速下滑较大，经济复苏趋势放缓。**7月全社会用电量6824.49亿千瓦时，同比增长2.29%，增速与去年同期接近。第一、二、三产业与居民的用电量增速分别为11.55%、-0.72%、5.28%和13.79%，三大产业和居民用电增速相比6月均出现下滑，其中二产业用电增速下滑明显，降幅5.06pct。从二季度开始的经济复苏趋势在进入三季度后放缓。本月拉用电量增长的主要动力是居民用电和第三产业，对全社会用电的新增贡献率分别为77.9%和38.2%。2020年1-7月，全社会累计用电量相比去年同期下降0.67%。
- **线上经济降温，制造板块复工基本结束，消费复苏持续。**7月TMT板块虽然日均用电量同比增速仍然高达22%，但是日均环比增速已经下降为-10%，说明由疫情带来大幅增长的线上业务增长脚步放缓，甚至随着线下生产和消费活动恢复，线上对线下的替代有部分回滚。消费板块和交运板块日均用电量同比增速高于环比增速，说明两板块仍在恢复中，且消费板块的复苏更强劲。制造和能源板块赶工基本结束进入平稳增长期。地产周期板块则由于基础设施板块拖动，用电量出现下降。
- **细分行业用电增速排名前十延续上月趋势，高景气度行业继续领涨。**7月细分行业用电增速前十名与6月相比变化不大，TMT、新能源的高增速反映行业高景气度，畜牧业（用电增速25%）主要由养猪行业恢复引起，租赁业的增长（用电增速26%）反映了线下消费复苏。
- **细分行业用电增速排名后十变化较大，基础设施行业、铁路运输用电显著下滑。**7月用电量同比增速后十行业变化较大，由于进入暑假往年用电基数较低，教育相关行业移出用电增速后十行业。电力、热力生产和供应业则由于7月气温偏低，用电量同比下滑。铁路运输业恢复困难，7月用电量出现下滑，同时拖累交运板块复苏势头稍缓。其他用电同比增速后十行业则多为制造板块中景气度不高的细分行业，与6月相比变化不大。
- **高温叠加社会秩序恢复，8月预计全社会用电增速约7%，累积用电恢复去年同期水平或微增。**8月整体气温偏高，预计8月全社会用电增约为7%，全社会累积用电恢复去年同期水平或有微幅增长。第二产业大部分行业结束恢复期进入平稳增长；消费反弹拉动三产用电增速继续走高；8月我国多个城市气温显著升高，预计居民用电增速强于今年7月和去年同期。
- **南部省份领涨全国，高温天气减少影响华东华北用电增长。**在全国范围内大多数省份用电量实现正增长，南部省份领涨。本月用电增速靠后的省份主要集中在华东、华北地区，与7月我国两区域降水频繁、高温天气较少有关。四大用电省份对比看，广东、浙江用电恢复较好，江苏、山东的用电恢复情况较为滞后。

## 投资建议

- 推荐具有注入预期的成长性大白马长江电力；建议关注高股息率、分红稳定的个股，如浙能电力、华能国际、华电国际。

## 风险提示

- 新冠疫情影响超出预期；电价超预期下降；主要水系来水不及预期；煤价下跌不及预期。

## 内容目录

经济复苏趋势放缓，用电增速下滑.....	4
五大板块用电增速缩窄，线上对线下替代部分回滚.....	5
细分行业增速排行趋势延续，流动受限交运行业仍在恢复中.....	12
南部省份领涨全国，高温天气减少影响华东华北用电增长.....	14
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 3：7 月一二三产和居民用电增速.....	4
图表 4：7 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能耗用电增速.....	5
图表 6：四大高耗能与非高能耗新增贡献率.....	5
图表 7：地产周期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：制造板块用电量同比增速与历史增速对比.....	6
图表 10：交运板块用电量同比增速与历史增速对比.....	6
图表 11：消费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 7 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.....	7
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.....	8
图表 20：能源板块子行业用电量月度增速.....	8
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.....	9
图表 24：地产周期板块子行业用电量月度增速.....	9
图表 25：地产周期板块子行业用电量占比和新增贡献率.....	9
图表 26：地产周期板块子行业日均用电量同比、环比增速.....	9
图表 27：制造板块月度用电量增速.....	10
图表 28：制造板块子行业日均用电量同比、环比增速.....	10
图表 29：制造板块部分子行业用电量月度增速.....	10
图表 30：制造板块部分子行业用电量月度增速.....	10

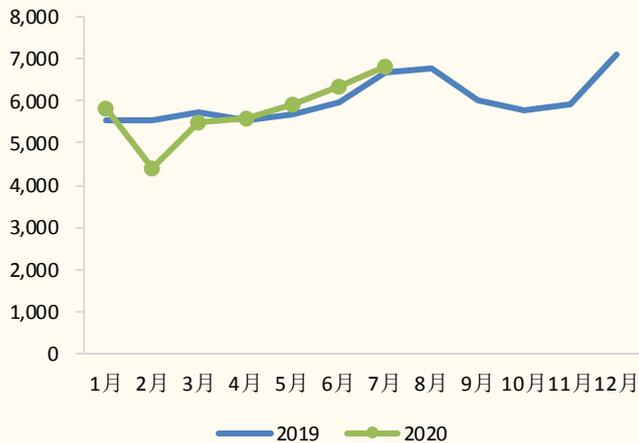
图表 31: 制造板块子行业用电量占比.....	11
图表 32: 制造板块子行业新增贡献率.....	11
图表 33: 消费板块月度用电量增速.....	11
图表 34: 消费板块子行业用电量月度增速.....	11
图表 35: 消费板块子行业用电量占比和新增贡献率.....	11
图表 36: 消费板块子行业日均用电量同比、环比增速.....	11
图表 37: 交运板块月度用电量降幅略有缩窄.....	12
图表 38: 交运板块子行业用电量月度增速.....	12
图表 39: 交运板块子行业用电量占比和缩水贡献率.....	12
图表 40: 交运板块子行业日均用电量同比、环比增速.....	12
图表 41: 2020 年 7 月用电量增速前十名行业用电量对比 2019 年 7 月用电量 (亿千瓦时) .....	13
图表 42: 2020 年 7 月用电量增速后十名行业用电量对比 2019 年 7 月用电量 (亿千瓦时) .....	13
图表 43: 2020 年 7 月相比 2020 年 6 月用电增速变化前十行业.....	14
图表 44: 全国各省用电量增速情况 .....	15
图表 45: 7 月全国各省当月用电增量贡献率.....	15
图表 46: 2020 年 1-7 月全国各省累计用电减量承担率.....	15

- 作为贴近实体经济发展的一项重要指标，用电量是观察经济运行的先行指数，一直以来被称作经济的晴雨表，用电量稳经济才稳。2020年7月，全社会用电量同比增长2.29%，用电增速放缓。我们通过对六大类71个细分行业的六月用电量分析，跟踪疫情后各行业、区域复苏的轨迹，并预测短期主要行业的用电发展趋势。

### 经济复苏趋势放缓，用电增速下滑

- **7月全社会用电增速2.3%，二产增速下滑较大，经济复苏趋势放缓。**7月，全社会用电量6824.49亿千瓦时，同比增长2.29%，增速与去年同期接近，自二季度以来的用电量持续增长趋势较去年略平缓。7月第一、二、三产业与居民的用电量增速分别为11.55%、-0.72%、5.28%和13.79%，三大产业和居民用电增速相比6月均出现下滑，其中二产业用电增速下滑明显，降幅5.06pct。此外由于7月降水较多气温较低，居民用电增速略有下滑。从二季度开始的经济复苏趋势在进入三季度后放缓。
- 本月拉用电量增长的主要动力是居民用电和第三产业，对全社会用电的新增贡献率分别为77.9%和38.2%。2020年1-7月，全社会累计用电量相比去年同期下降0.67%，下滑幅度在6月基础上继续缩窄，累计用电量恢复至去年同期水平指日可待。

图表 1：2019、2020 年分月全社会用电量（亿千瓦时）



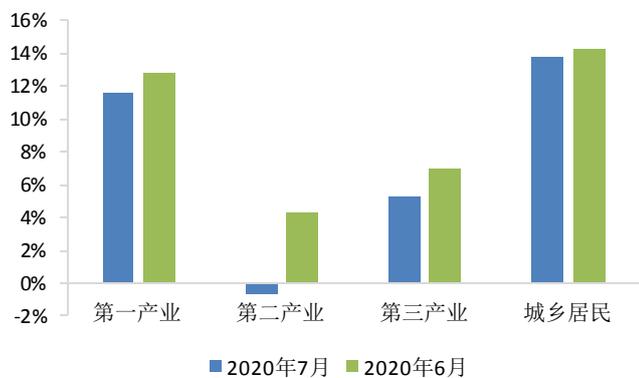
图表 2：2019、2020 年分月全社会用电量增速



来源：中电联，国金证券研究所

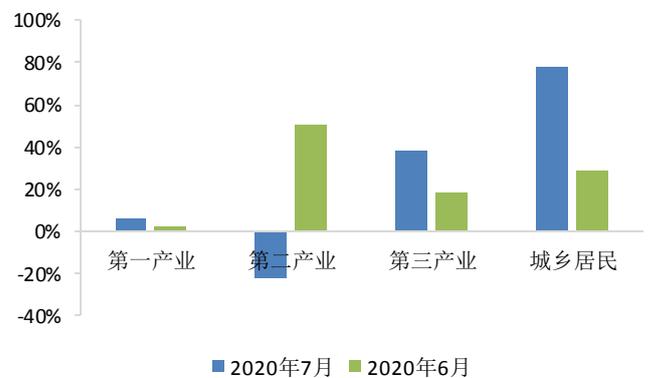
来源：中电联，国金证券研究所

图表 3：7 月一二三产和居民用电增速



来源：中电联，国金证券研究所

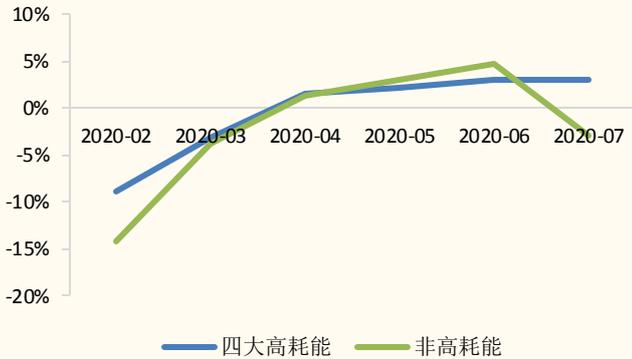
图表 4：7 月一二三产和居民用电新增贡献率



来源：中电联，国金证券研究所

- 工业生产全面恢复，高耗能与非高耗能新增贡献率稳定。二季度高耗能行业用电增速已经恢复，7月继续维持平稳增长。但非高耗能行业用电增速在7月下月显著。下文将进行详细分析。

图表 5：四大高耗能与非高耗能用电增速



图表 6：四大高耗能与非高耗能新增贡献率



来源：中电联，国金证券研究所

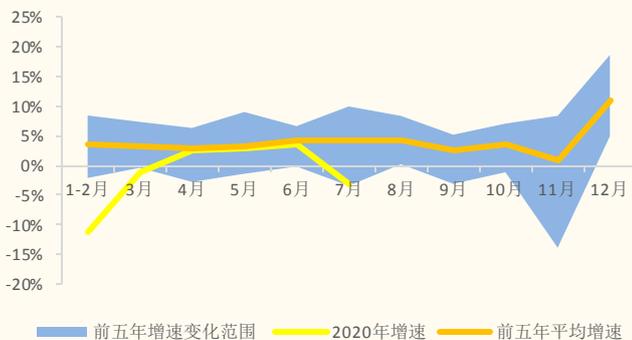
来源：中电联，国金证券研究所

注：其中3月由于全社会用电增速为负值，新增贡献率实际为减量承担率

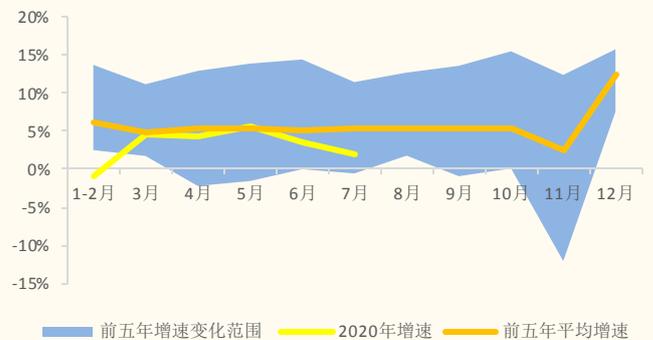
### 五大板块用电增速缩窄，线上对线下替代部分回滚

- 除交运板块用电增速微幅扩大，五大板块用电增速均缩窄。7月，除仍在恢复期的交运板块用电增速微幅上升外，其他五大板块各自出现不同幅度的下滑。地产周期、能源、TMT 板块用电增速下滑明显，地产板块用电增速降为负数，制造、消费板块用电增速下滑较小，与过去五年平均增速接近。

图表 7：地产周期板块用电量同比增速与历史增速对比



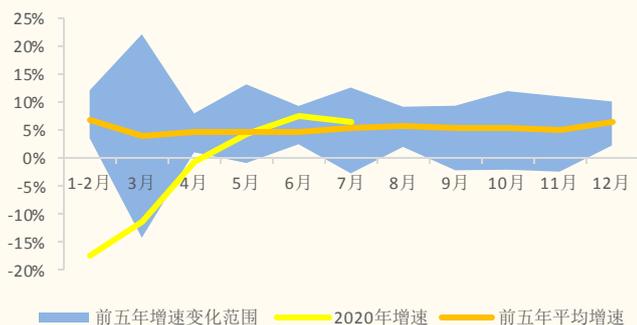
图表 8：能源板块用电量同比增速与历史增速对比



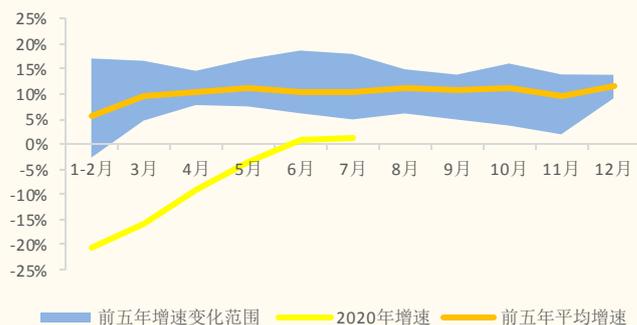
来源：中电联，国金证券研究所

来源：中电联，国金证券研究所

图表 9：制造板块用电量同比增速与历史增速对比



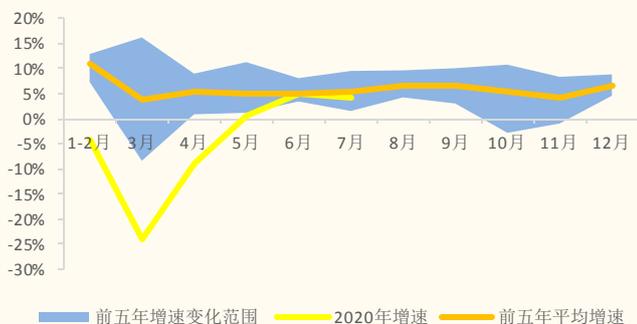
图表 10：交运板块用电量同比增速与历史增速对比



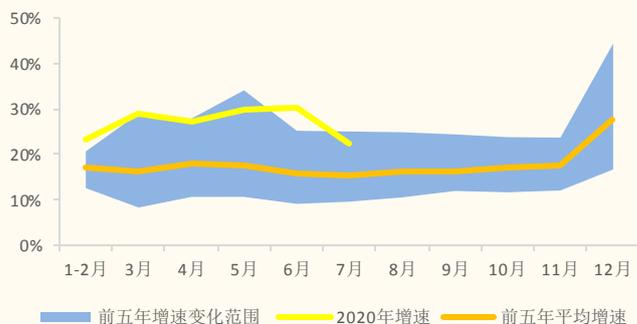
来源：中电联，国金证券研究所

来源：中电联，国金证券研究所

图表 11：消费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

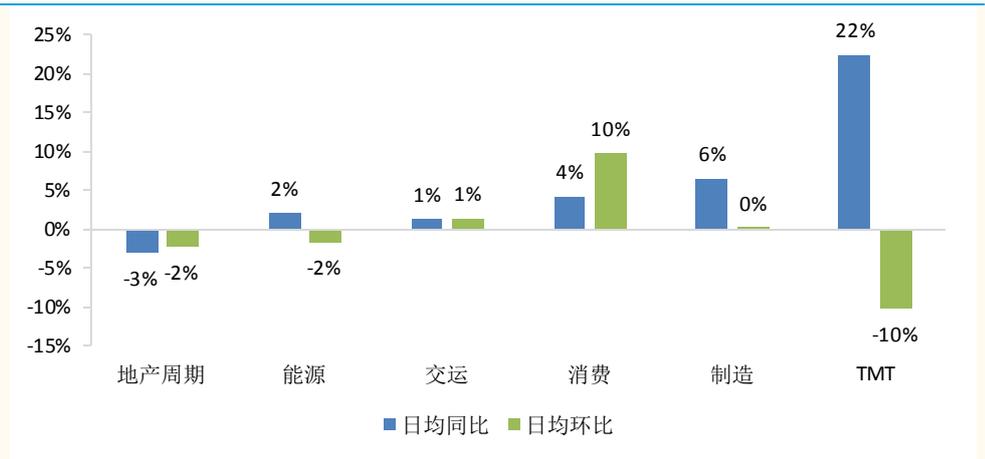
图表 13：六大板块 7 月同比增速与对应历史月度增速

	地产周期	能源	制造	交运	消费	TMT
本月同比	-3.12%	2.03%	6.50%	1.26%	4.22%	22.39%
历史同比	2015 年	-3.42%	1.55%	-2.72%	4.93%	10.92%
	2016 年	9.06%	-0.55%	12.65%	11.94%	9.11%
	2017 年	9.94%	9.51%	10.32%	17.97%	9.50%
	2018 年	4.74%	11.45%	3.17%	11.62%	3.76%
	2019 年	1.40%	5.75%	4.35%	5.70%	3.65%

来源：中电联，国金证券研究所

- 线上经济降温，制造板块复工基本结束，消费复苏持续。综合分析 7 月日均用电量同比与环比的变化，TMT 板块虽然日均用电量同比增速仍然高达 22%，但是日均环比增速已经下降为-10%，说明由疫情带来大幅增长的线上业务增长脚步放缓，甚至随着线下生产和消费活动恢复，线上对线下的替代有部分回滚。消费板块和交运板块日均用电量同比增速高于环比增速，说明两板块仍在恢复中，且消费板块的复苏更强劲。制造和能源板块赶工基本结束进入平稳增长期。地产周期板块则由于基础设施板块拖累，用电量出现下降。

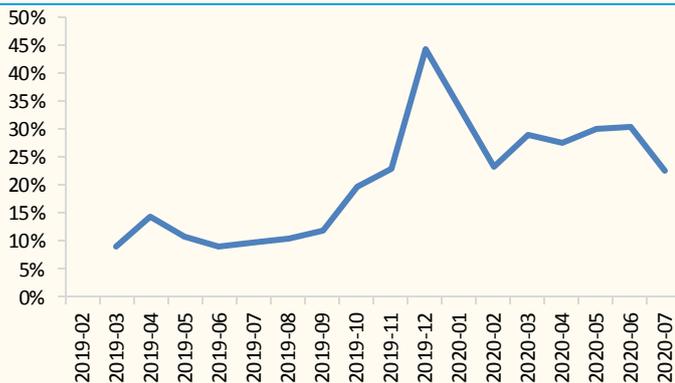
图表 14：六大板块日均用电量同比、环比增速



来源：中电联，国金证券研究所

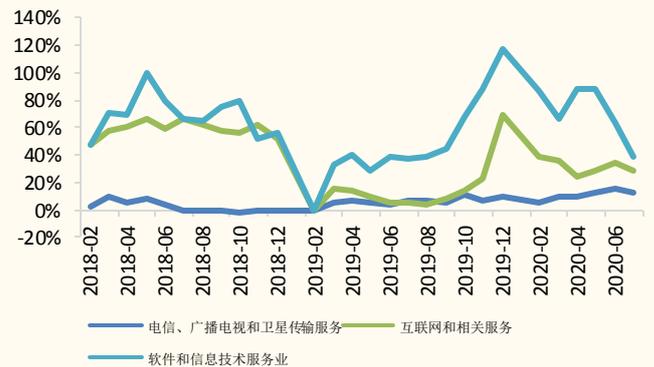
■ 线上经济降温，对线下替代效应部分回滚。TMT 板块 7 月用电量虽然仍维持较高的增速为 22.4%，但相比 6 月增速下滑明显达到 8pct。三个细分子行业用电增速均下滑，其中以软件和信息技术服务业下滑幅度最大，日均用电量环比下滑 10.55%。互联网和相关服务日均用电量下降较小。以传统媒体为主的电信、广播电视和卫星传输服务行业，虽然在疫情期间增速最低，但在疫情得到控制之后，下滑也最小；而更为新兴的软件和信息技术服务业则与疫情进展呈现强相关关系。

图表 15：TMT 板块月度用电量增速



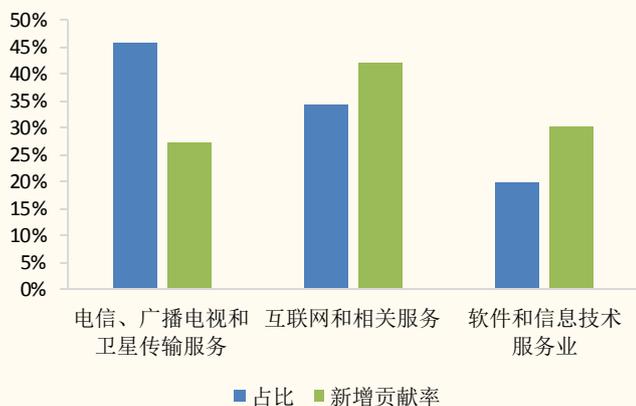
来源：中电联，国金证券研究所

图表 16：TMT 板块子行业用电量月度增速

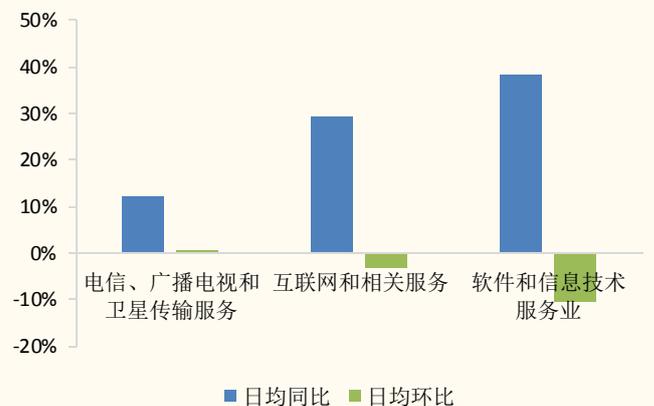


来源：中电联，国金证券研究所

图表 17：TMT 板块子行业用电量占比和新增贡献率



图表 18：TMT 板块子行业日均用电量同比、环比增速

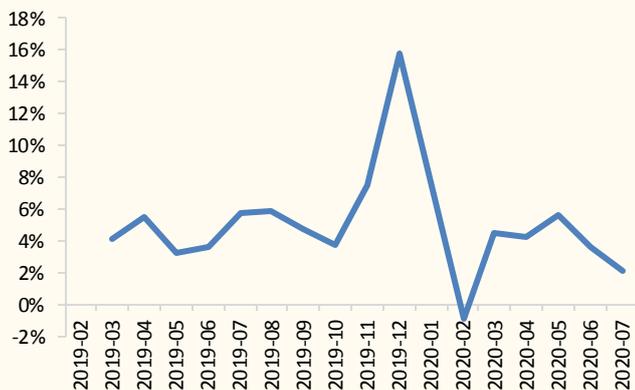


来源：中电联，国金证券研究所

来源：中电联，国金证券研究所

- **能源板块增速放缓，燃料加工业保持增速，煤炭开采维持低迷状态。**能源板块月度用电量增速 3 月开始增长，6 月略有下滑。能源板块增速虽然不如 TMT 板块乐观，但是依然表现出较好的韧性。一方面，煤炭开采、石油天然气开采达到一定瓶颈，需求低迷与价格疲软一定程度上降低了开采积极性，增速有所减缓。另一方面，由于复工复产，石油、煤炭及其他燃料加工业得以快速恢复，成为拉动能源板块增长的主要动力。

图表 19：能源板块月度用电量增速



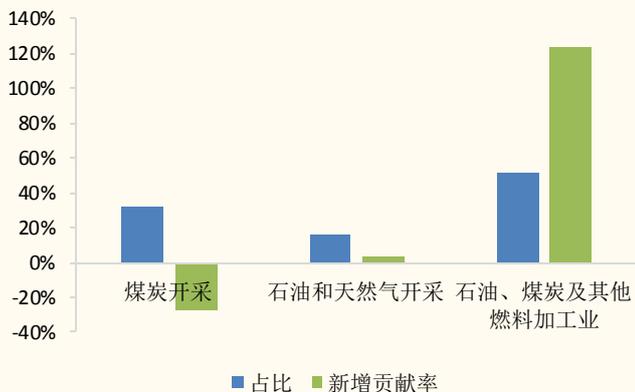
来源：中电联，国金证券研究所

图表 20：能源板块子行业用电量月度增速



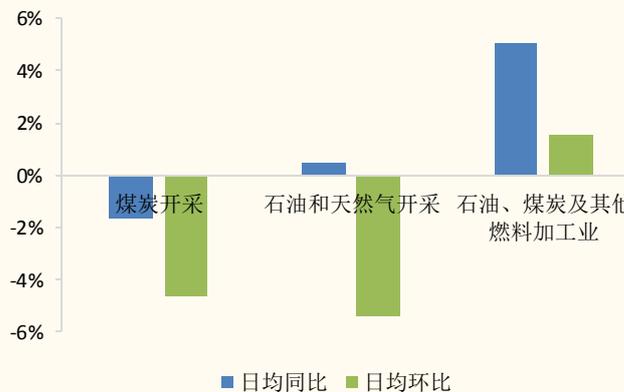
来源：中电联，国金证券研究所

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

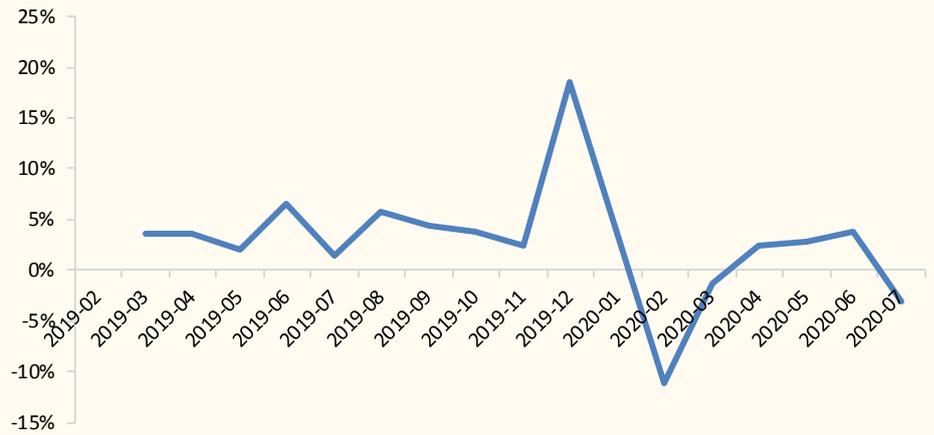
图表 22：能源板块子行业日均用电量同比、环比增速



来源：中电联，国金证券研究所

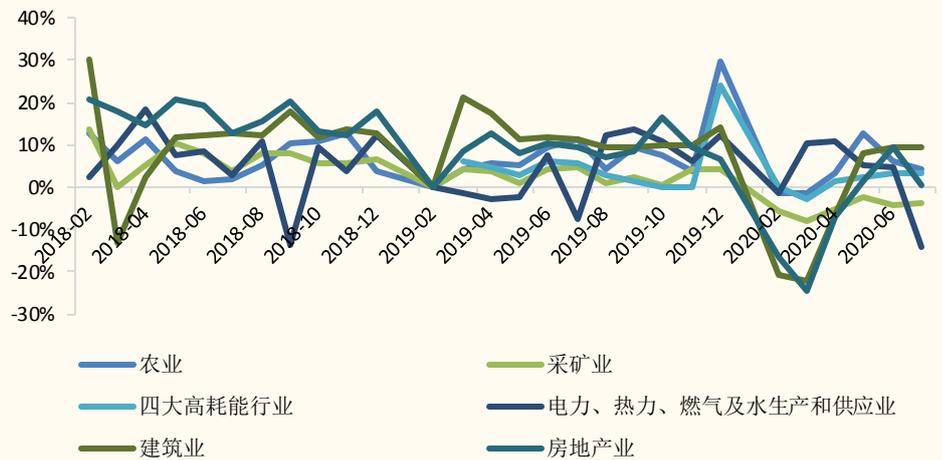
- **7 月降水多引起基础设施行业受损，拖累地产周期板块用电量下降。**地产周期板块 7 月用电量增速显著下滑至 -3.1%，则主要由于电力、热力、燃气及水生产和供应行业下滑拖累。7 月降水偏多气温较低，洪涝灾害多发，电力、热力、燃气及水生产和供应行业等基础设施相关行业受损严重。其他细分子行业如农业、采矿业、四大高耗能、建筑业等并未发生显著变化，房地产也则由于去年基数较高本月增速下滑。

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：地产周期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：地产周期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同比、环比增速



来源：中电联，国金证券研究所

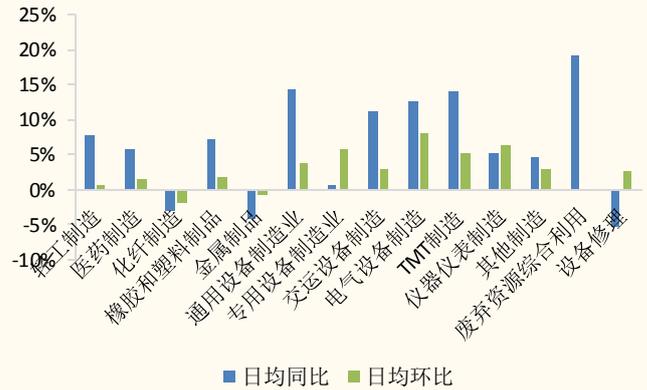
- **制造板块进入平稳增长期，TMT 制造与下游同向变化，交运设备制造复苏强劲。**制造板块7月用电增速6.5%，相比6月略有下降，考虑到去年同期较高增速，制造板块的赶工基本结束，进入平稳增长期。TMT 制造行业的用电增速与下游 TMT 板块呈现相似变化，虽然 14%用电增速和 33%的新增贡献率仍居于板块前列，但相比上月下滑 6pct 的用电增速仍然体现了线上经济的降温。交运设备制造行业用电增速高达 26%为板块内细分行业最高，说明交运板块复苏强劲。化纤制造行业虽然本月用电增速下滑 9pct 降至-3%，但用电量环比增加 1%，主要与去年同期基数较高有关，出口恢复虽然出现停滞，但并未倒退。

图表 27：制造板块月度用电量增速



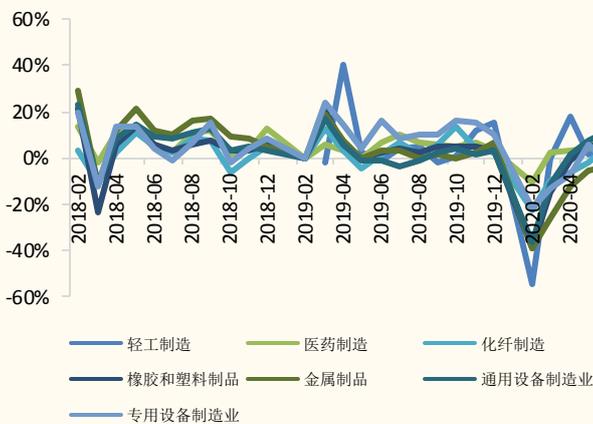
来源：中电联，国金证券研究所

图表 28：制造板块子行业日均用电量同比、环比增速



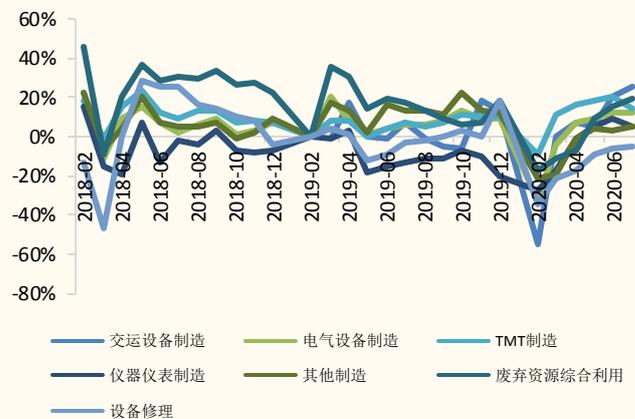
来源：中电联，国金证券研究所

图表 29：制造板块部分子行业用电量月度增速



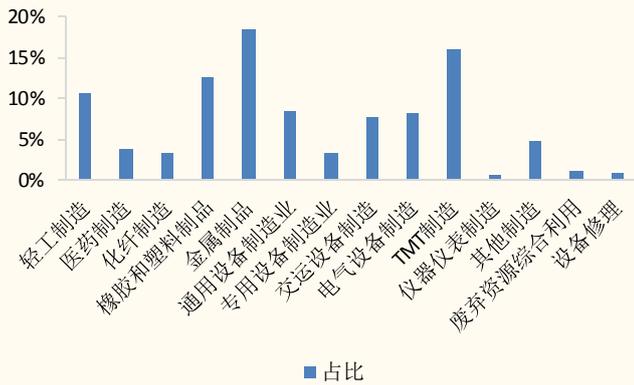
来源：中电联，国金证券研究所

图表 30：制造板块部分子行业用电量月度增速



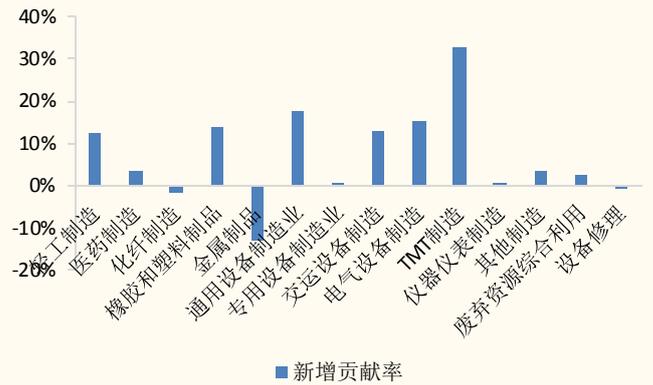
来源：中电联，国金证券研究所

图表 31：制造板块子行业用电量占比



来源：中电联，国金证券研究所

图表 32：制造板块子行业新增贡献率



来源：中电联，国金证券研究所

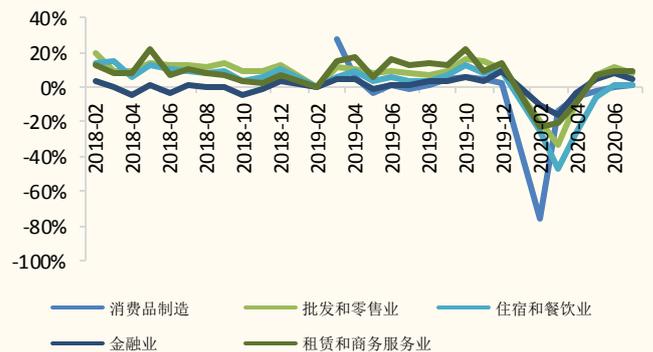
■ 批发零售业是拉动消费板块增长主力，细分行业板块环比增速可观。7 月消费板块用电量虽然略有缩窄，但仍然保持 4.2% 的用电增速。从细分行业看，消费板块各细分行业日均用电环比增速可观，说明行业仍在恢复中。批发和零售业强劲拉动消费板块，新增贡献率达 61%，日均用电环比增速 13%，充分说明人们的线下消费行为正在快速增加。租赁和商务服务业新增贡献率为 16%，日均用电量环比增速 15%，则说明商场写字楼等租赁市场回暖，消费市场得以恢复。

图表 33：消费板块月度用电量增速



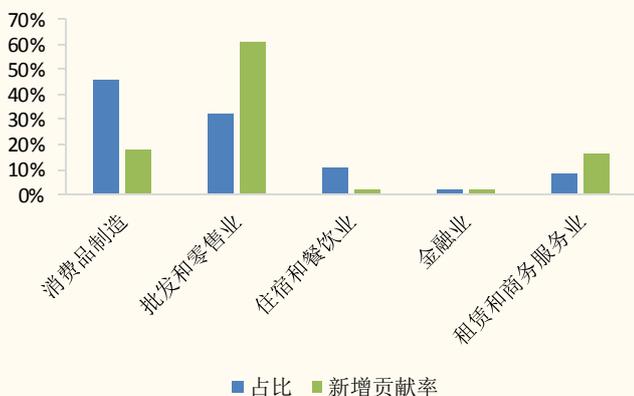
来源：中电联，国金证券研究所

图表 34：消费板块子行业用电量月度增速



来源：中电联，国金证券研究所

图表 35：消费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 36：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

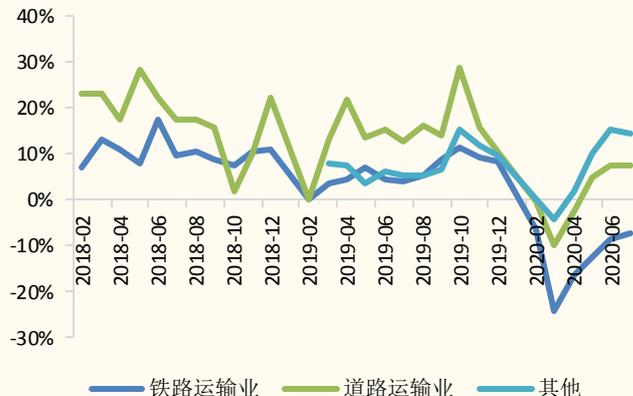
- **道路和其他运输强势恢复，铁路运输恢复乏力。**7月交运板块是六大板块中唯一用电增速正向扩大的板块，用电增速从六月1.0%扩大至1.3%，复苏劲头明显。从子行业看，道路运输业、其他交运细分行业日均用电量同比和环比增长显著，但铁路运输业用电量环比、同比均下降，恢复乏力。

图表 37：交运板块月度用电量降幅略有缩窄



来源：中电联，国金证券研究所

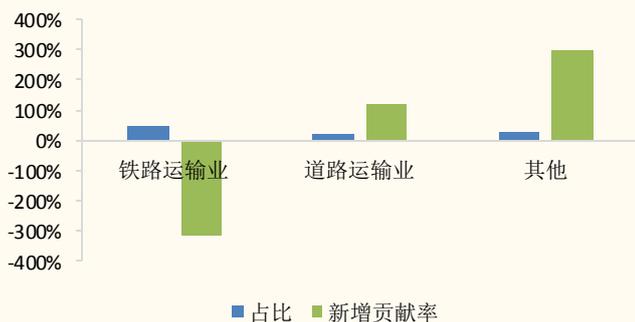
图表 38：交运板块子行业用电量月度增速



来源：中电联，国金证券研究所

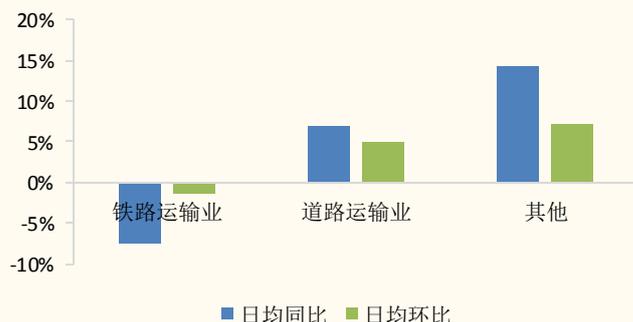
注：交运细分子行业“其他”类目 2020 年 2 月用电增速数据缺失

图表 39：交运板块子行业用电量占比和缩水贡献率



来源：中电联，国金证券研究所

图表 40：交运板块子行业日均用电量同比、环比增速

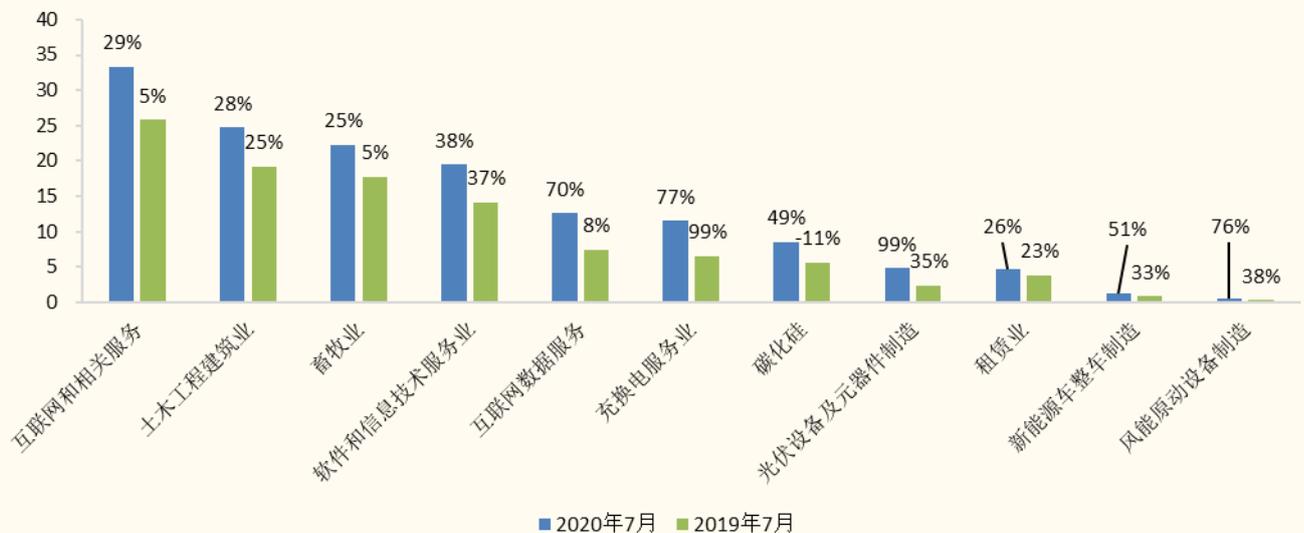


来源：中电联，国金证券研究所

### 细分行业增速排行趋势延续，流动受限交运行业仍在恢复中

- **细分行业用电增速排名前十延续上月趋势，高景气度行业继续领涨。**用电量同比增速直接反应细分行业的复工情况。71 个细分行业中，本月共有 50 个行业用电量同比实现正增长。7 月细分行业用电增速前十名与 6 月相比变化不大，光伏设备及原件制造、风能原动设备制造行业用电量同比高速增长（分别为 95%和 76%）则是因为全行业抢装赶工追赶进度。充换电服务业增长 77%，新能源车整车制造增长 51%意味着电动车行业快速发展。畜牧业（用电增速 25%）主要由养猪行业恢复引起，租赁业的增长（用电增速 26%）反映了线下消费复苏。在增速前十的子行业中，TMT 板块的主要细分行业互联网和相关服务、软件和信息技术服务业、互联网数据服务皆榜上有名，反映了该行业的高景气度。

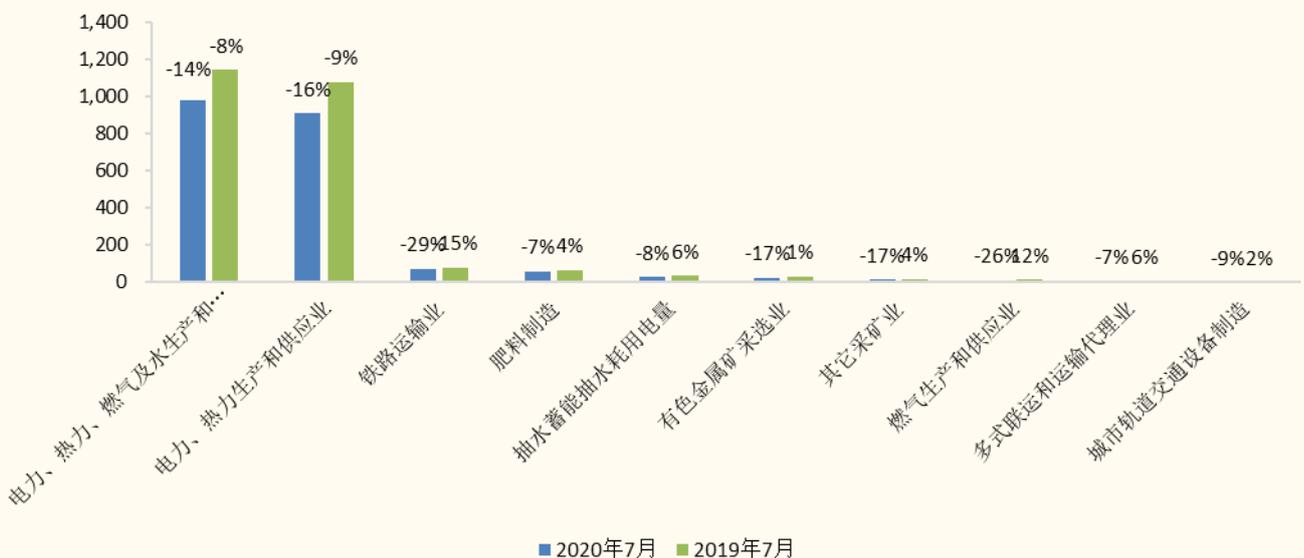
图表 41：2020 年 7 月用电量增速前十名行业用电量对比 2019 年 7 月用电量（亿千瓦时）  
（柱状图数值为当月用电量，标签数值为当月用电量增速）



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

- 细分行业用电增速排名后十变化较大，基础设施行业、铁路运输用电显著下滑。7 月用电量同比增速后十行业变化较大，由于进入暑假往年用电基数较低，教育相关行业移出用电增速后十行业。电力、热力生产和供应业则由于 7 月气温偏低，用电量同比下滑。铁路运输业恢复困难，7 月用电量出现下滑，同时拖累交运板块复苏势头稍缓。其他用电同比增速后十行业则多为制造板块中景气度不高的细分行业，与 6 月相比变化不大。

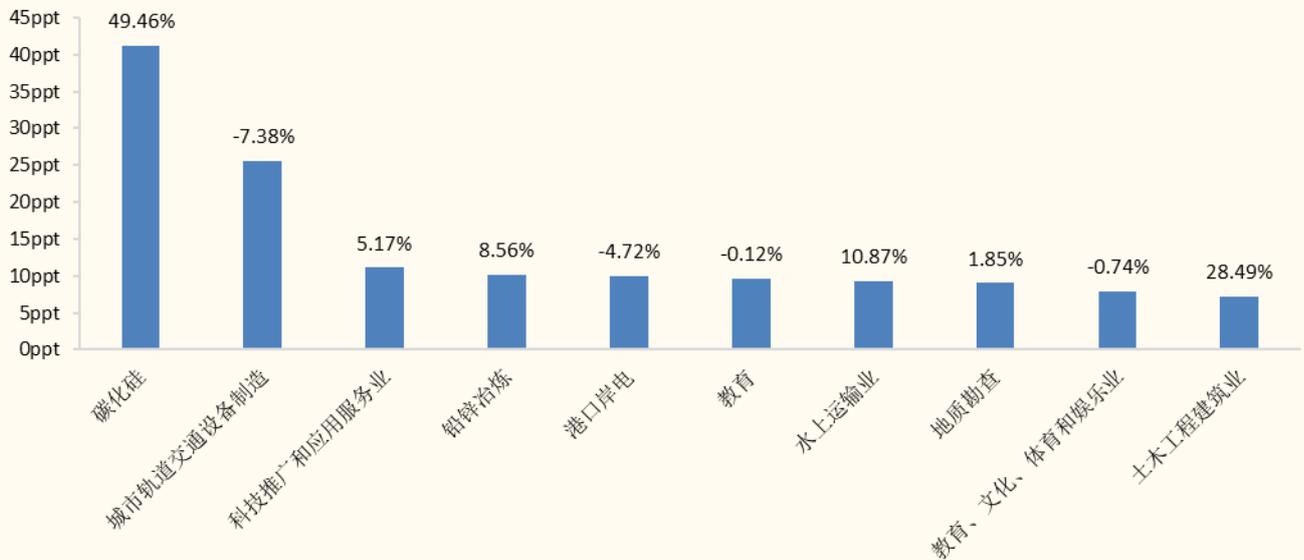
图表 42：2020 年 7 月用电量增速后十名行业用电量对比 2019 年 7 月用电量（亿千瓦时）  
（柱状图数值为当月用电量，标签数值为当月用电量增速）



来源：中电联，wind，国金证券研究所

- 部分交运相关行业用电增幅环比大幅提高。我们采用 7 月用电增速相比 6 月变化差值数据，观察复工复产改善情况。高景气度的 TMT 和大部分新能源相关行业从用电增幅环比前十行业中退出，说明大部分相关行业进入稳定增长期。本月交运相关行业进入用电增幅环比前十行业，再次证明其复苏强劲。教育行业进入排行则主要由于进入暑假去年同期用电量低，本月用电增速大幅改善引起。

图表 43：2020 年 7 月相比 2020 年 6 月用电增速变化前十行业  
(柱状图数值为用电增速变化差值，标签数值为当月用电量增速)



来源：中电联，wind，国金证券研究所

- 高温叠加社会秩序恢复，8月预计全社会用电增速约7%，累积用电恢复去年同期水平或微增。8月整体气温偏高，预计8月全社会用电增约为7%，全社会累积用电恢复去年同期水平或有微幅增长。第二产业大部分行业结束恢复期进入平稳增长；消费反弹拉动三产用电增速继续走高；8月我国多个城市气温显著升高，预计居民用电增速强于今年7月和去年同期。
- 从六大板块角度，由于线上对线下的替代部分回滚，预计8月TMT板块虽然无法维持之前的超高用电增速，但将继续以高增速实现用电量增长；地产周期板块被拖累的用电增速恢复之前水平；能源、制造板块维持现有增速企稳；消费板块进入恢复末期，逐步向平稳增长转换；交运板块在恢复去年同期水平后预计步入正轨，将稳步正增长。

### 南部省份领涨全国，高温天气减少影响华东华北用电增长

- 2020年7月，在全国范围内，大多数省份用电量实现正增长，四川、江西、广西、广东等南部省份领涨。浙江用电增速尚可，江苏、山东用电量下降。本月用电增速靠后的省份主要集中在华东、华北地区，与7月我国两区域降水频繁、高温天气较少有关。

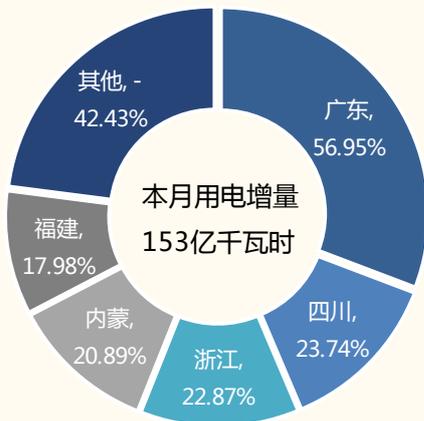
图表 44：全国各省用电量增速情况



来源：中电联，wind，国金证券研究所

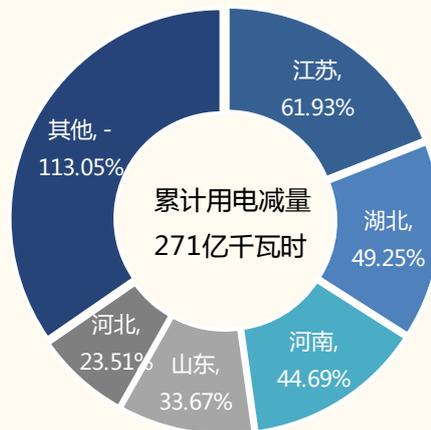
- 广东、浙江用电恢复较好，江苏、山东的用电恢复情况较为滞后。2020年7月全国各省用电增量贡献率前五省份分别为广东、四川、浙江、内蒙古、福建。本月我国四大用电省份用电新增贡献率排名最高为广东，新增贡献率56.95%，排全国第一位。1-7月全国各省累计用电减量承担率前五省份分别为江苏、湖北、河南、山东、河北，其中江苏、山东省为我国用电大省，且疫情中受到较为严重影响，湖北是上半年疫情重点管控省份，河南由于临近湖北且疫情期间管理较为严格，也造成了较大的用电减量。四大用电省份对比看，广东、浙江用电恢复较好，江苏、山东的用电恢复情况较为滞后。

图表 45：7月全国各省当月用电增量贡献率



来源：中电联，wind，国金证券研究所

图表 46：2020年1-7月全国各省累计用电减量承担率



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；
- 电价超预期下降；

- 主要水系来水不及预期；
- 煤价下跌不及预期。

**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