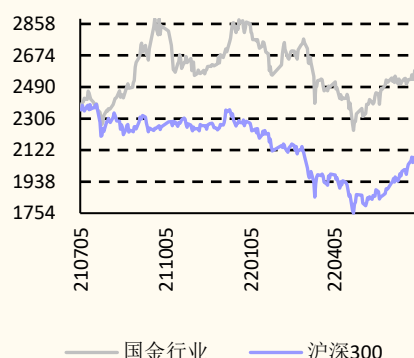


## 市场数据(人民币)

|               |       |
|---------------|-------|
| 市场优化平均市盈率     | 18.90 |
| 国金公用事业及环保产业指数 | 2588  |
| 沪深 300 指数     | 4467  |
| 上证指数          | 3388  |
| 深证成指          | 12860 |
| 中小板综指         | 12966 |



## 相关报告

1. 《5 月用电：下游多板块降幅收窄-《2022-06-26 行业周报...》，2022.6.26
2. 《Freeport 港口事故或致欧洲供气进一步紧张-《2022-...》，2022.6.20
3. 《低碳、地缘、保稳，电力系统逐绿前行-《2022-06-12 行...》，2022.6.12
4. 《促投资背景下，风、光装机景气度高-《2022-06-12 行业...》，2022.6.12
5. 《落地政策频出，电力投资建设可期-《2022-06-05 行业周...》，2022.6.5

## 欧洲天然气价突破煤气转换区间

## 行情回顾

- 公用事业板块上涨 2.64%，环保板块下降 0.48%，煤炭板块上涨 10.01%，碳中和板块上涨 5.42%

## 每周专题

- 欧洲天然气消费需求存在刚性，今年入冬前补库存压力大。受疫情影响最严重的 2020 年，欧洲消费量较 2019 年仅下降 2.26%。但由于供需两侧弹性不同以及前期缺乏投资的影响，全球天然气产能恢复不及预期，导致天然气供应紧张。由于北海油气田老化枯竭，欧洲天然气对外依存度攀升至 60% 以上。欧洲天然气供应高度依赖俄罗斯管道气及进口 LNG。俄气对欧洲减供使其 LNG 进口需求增加，而美国 LNG 作为欧洲重要进口来源出口受阻。
- 欧洲煤、气价格双高，气转煤可行性受限。传统上欧洲煤、气装机相当，转换灵活，天然气价格一直在煤气转换区间内。2021 年 9 月，天然气价格穿透煤气转换区间最上沿，催生气转煤需求。而近几年，欧洲去碳较为激进，气转换的灵活性减弱。此外，欧洲 8 月对俄罗斯煤炭实施禁运后，能否以合理的价格填补俄罗斯煤的缺口也存在不确定性，气转煤可行性有限。

## 行业要闻

- 6 月 23 日，国务院发布《关于加强数字政府建设的指导意见》。《意见》指出，推动绿色低碳转型，加快构建碳排放智能监测和动态核算体系，推动形成集约节约、循环高效、普惠共享的绿色低碳发展新格局，服务保障碳达峰、碳中和目标顺利实现。
- 6 月 29 日，工信部等六部门印发《工业能效提升行动计划》，提出加快推进工业用能多元化、绿色化。加快分布式光伏、分散式风电、高效热泵、余热余压利用、智慧能源管控等一体化系统开发运行，推进多能高效互补利用。鼓励通过电力市场购买绿色电力，就近大规模高比例利用可再生能源。推动智能光伏创新升级和行业特色应用，创新“光伏+”模式，推进光伏发电多元布局。大力发展高效光伏、大型风电、智能电网和高效储能等新能源装备。加快推进煤炭利用高效化、清洁化。有序推动煤炭减量替代，推进煤炭向清洁能源、优质原料和高质材料转变。加快应用煤炭清洁高效燃烧、资源化利用等技术。按照“以气定改”原则有序推进工业燃煤天然气替代。引导企业有序开展煤炭清洁高效利用改造，依法依规淘汰落后产能、落后工艺。
- 近日，生态环境部发布的《火电建设项目环境影响评价文件审批原则（征求意见稿）》指出，原则上不得新建自备燃煤机组。

## 投资建议

- 火电：建议关注火电资产高质量、拓展新能源发电的龙头企业国电电力、华能国际等；新能源发电：建议关注新能源龙头三峡能源。核电：建议关注电价市场化占比提升背景下，核电龙头企业中国核电。

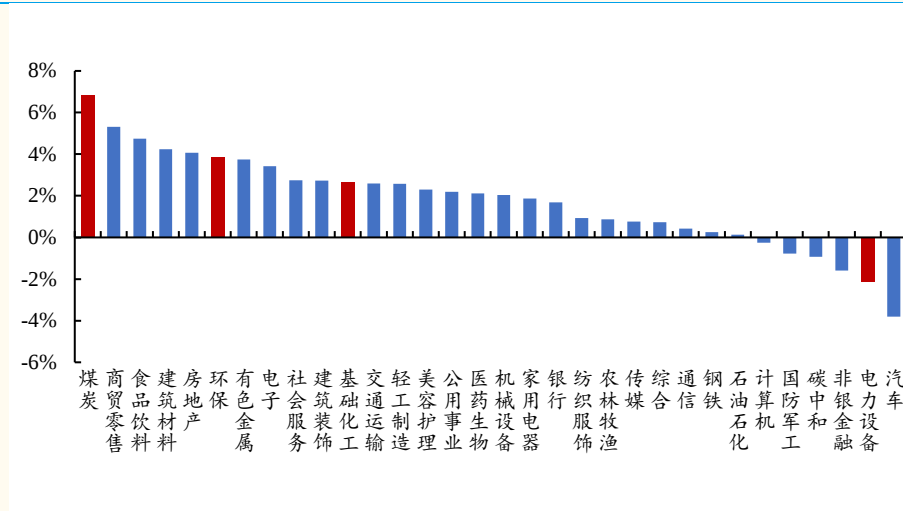
## 风险提示

- 电力板块：新增装机容量不及预期；下游需求景气度不高、用电需求降低导致利用小时数不及预期；电力市场化进度不及预期；煤价维持高位影响火电企业盈利；补贴退坡影响新能源发电企业盈利等。
- 环保板块：政策释放不及预期等。

## 1、行情回顾

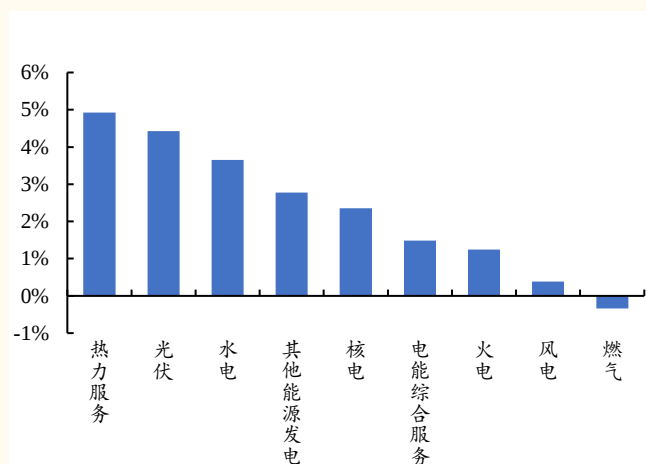
- 本周上证综指上涨 1.13%，创业板下跌 1.42%，公用事业板块上涨 2.64%，环保板块下跌 0.48%，煤炭板块上涨 10.01%，碳中和板块上涨 5.42%。从公用事业子板块涨跌幅情况来看：电能综合服务子板块热力服务涨幅最大、上涨 4.9%，燃气发电子板块跌幅最大、下跌 0.3%。从环保子板块涨跌幅情况来看：固废治理子板块涨幅最大、上涨 5%，综合环境治理子板块跌幅最大、下跌 0.7%。

图表 1：本周板块涨跌幅



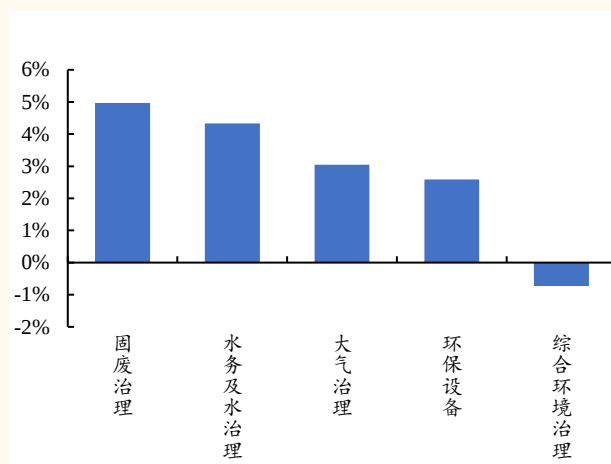
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：本周公用行业细分板块涨跌幅



来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：本周环保行业细分板块涨跌幅

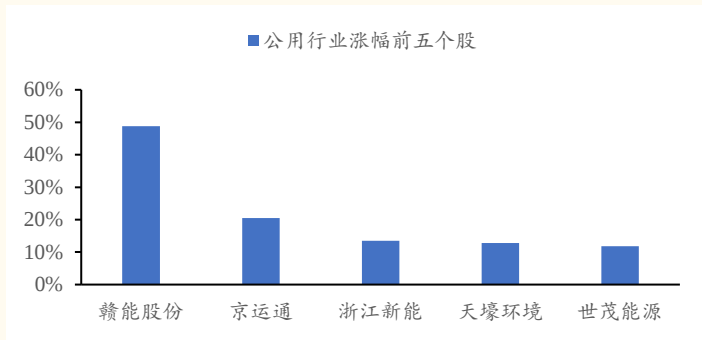


来源：Wind、国金证券研究所

- 公用事业涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——赣能股份、京运通、浙江新能、天壕环境、世茂能源；跌幅前五个股——聆达股份、深南电 A、湖南发展、林洋能源、\*ST 科林。
- 环保涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——国中水务、\*ST 博天、百川畅银、祥龙电业、中创环保；跌幅前五个股——聚光科技、ST 龙净、华控赛格、国林科技、皖仪科技。
- 煤炭涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——华阳股份、晋控煤业、兖矿能源、

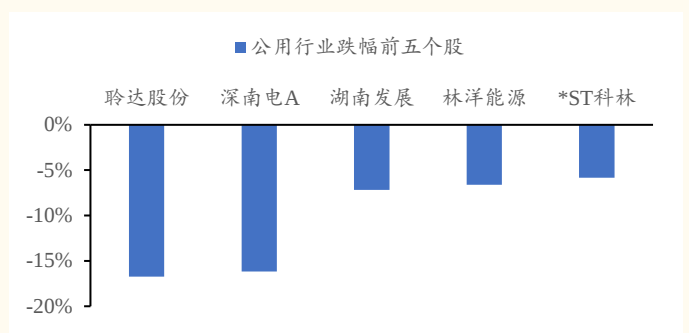
昊华能源、陕西煤业；跌幅前五个股——郑州煤电、\*ST天首、永泰能源、陕西黑猫、安源煤业。

图表4：本周公用行业涨幅前五个股



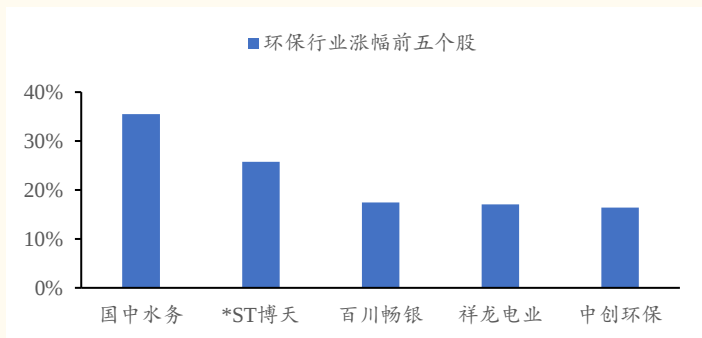
来源：Wind、国金证券研究所

图表5：本周公用行业跌幅前五个股



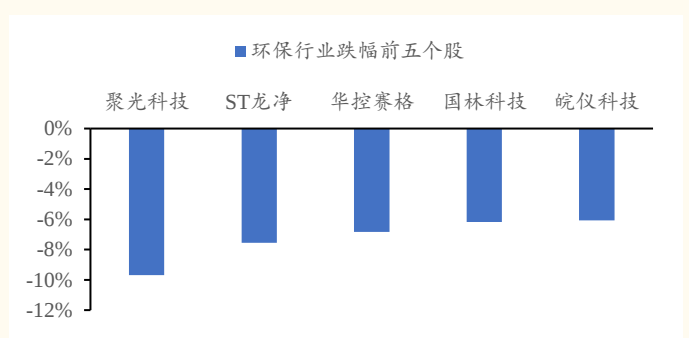
来源：Wind、国金证券研究所

图表6：本周环保行业涨幅前五个股



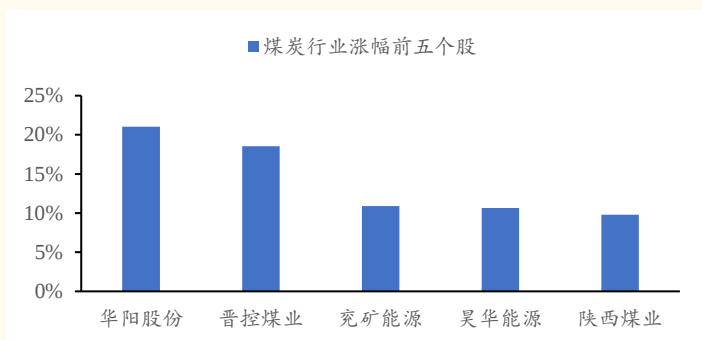
来源：Wind、国金证券研究所

图表7：本周环保行业跌幅前五个股



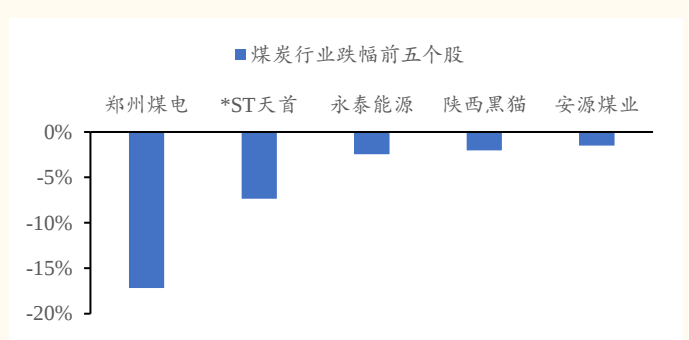
来源：Wind、国金证券研究所

图表8：本周煤炭行业涨幅前五个股



来源：Wind、国金证券研究所

图表9：本周煤炭行业跌幅前五个股



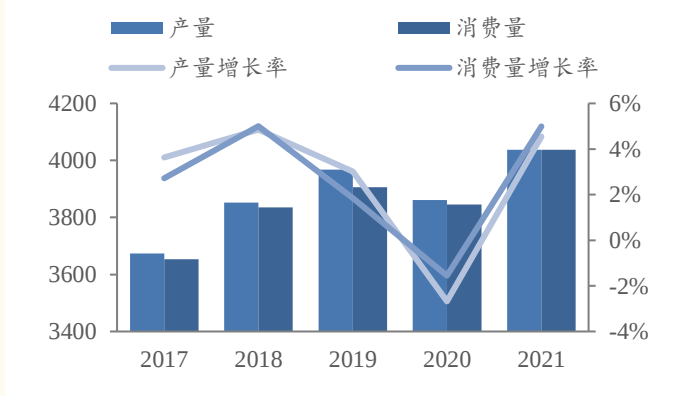
来源：Wind、国金证券研究所

## 2、每周专题

- 疫情影响减退、世界经济复苏，全球天然气消费需求恢复原有增长步调。疫情前，全球天然气产量和需求量均稳步增长，并且产量增速快于需求量增速，全球天然气供需格局较为宽松。需求量方面，亚太地区，尤其是中

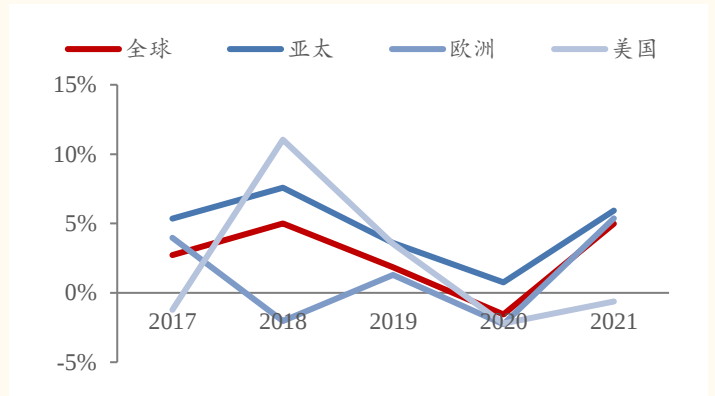
国，疫情前后都贡献主要增量。由于供需两侧弹性不同，2020 年全球天然气产量下降 2.68%（20、21 年年均停机损失占总产能近 9%），而消费量仅下降 1.55%；2021 年全球天然气产量增长 4.54%，而消费量增长 4.99%。在疫情扰动下，天然气全球产、消经历一降一增，供需格局从宽松转向紧张，推动价格上涨。

图表 10：2017-2021 全球天然气产、消情况 (bcm)



来源：BP、国金证券研究所

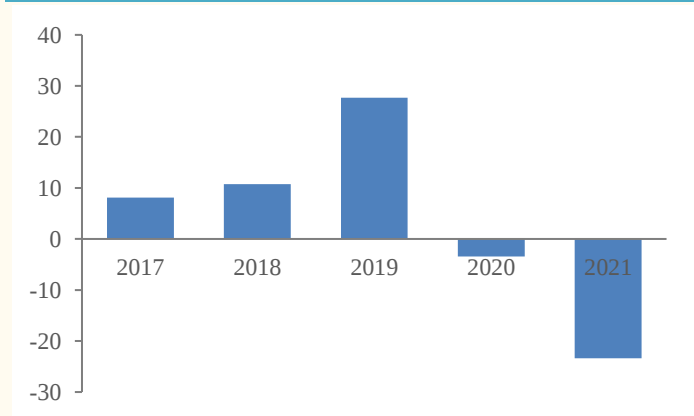
图表 11：2017-2021 不同地区天然气消费量增长率情况



来源：BP、国金证券研究所

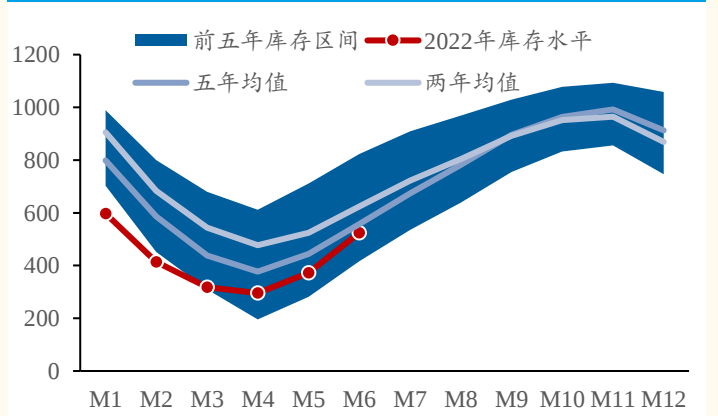
- 欧洲天然气消费需求存在刚性，今年入冬前补库存压力大。欧洲 Repower EU 计划的实施将使其对天然气的需求稳定增加。受疫情影响最严重的 2020 年，欧洲消费量较 2019 年仅下降 2.26%。2021 年，受夏东两季极端天气影响，发电占比达 24.3%的气电全年发电涨幅达 15.2%，天然气消费量增长 5.37%。2020-2021 年，欧洲天然气已经连续两年处于去库存状态。若今年入冬前无法累足库存，入冬后天然气供应仍将面临很大压力，天然气价格或仍有上行空间。

图表 12：2017-2019 欧洲天然气供需缺口 (bcm)



来源：BP、国金证券研究所

图表 13：欧盟天然气库存情况 (TWh)

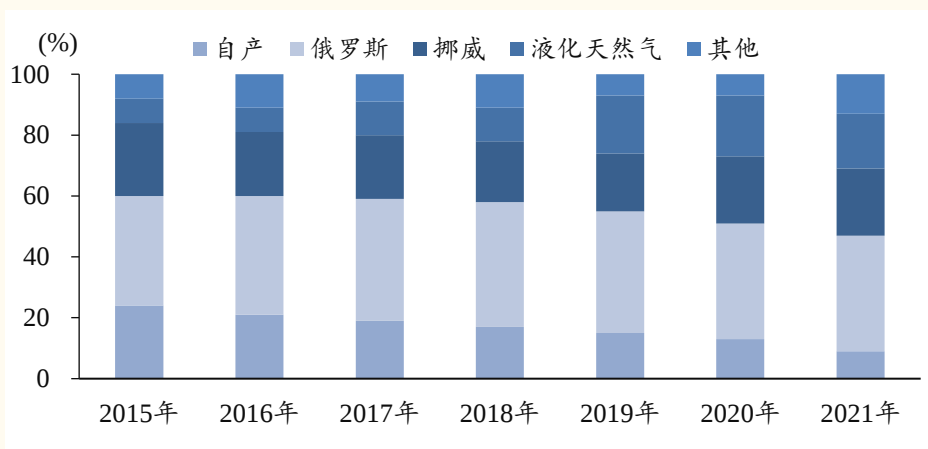


来源：GIE、国金证券研究所

- 俄气供应威胁是欧洲天然气价格大幅飙升的导火索。2017 年以来，俄罗斯向欧洲出口天然气量 2021 年以来，德国停止“北溪二号”审批导致市场担心进口天然气受阻，天然气价格包含一定程度的风险溢价。上周，俄气又宣布因设备维护问题，将降低北溪一线的送气量。北溪一线正常运输能力为 150-160mmcm/天，俄气将减到 67mmcm/天，降幅巨大，欧洲气价迅速上涨。
- 欧洲天然气需求稳定而对外依存度逐步攀升至 60%以上，俄气减供进一步带来进口 LNG 需求。欧洲天然气供应主要依靠挪威自产、俄罗斯管道气及

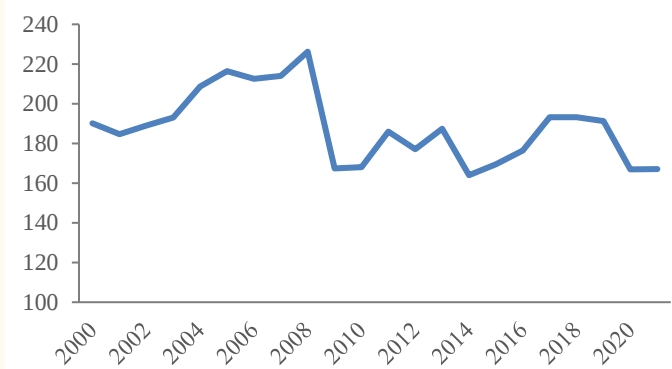
进口 LNG。2010 年以来，英国和荷兰控制的北海油气田老化枯竭，导致欧洲自产量下降，对外依存度逐年攀升。俄气减供使欧洲转而进口 LNG 作为替代，欧洲 LNG 需求增加。

图表 14：2015-2021 欧洲天然气供应结构 (%)



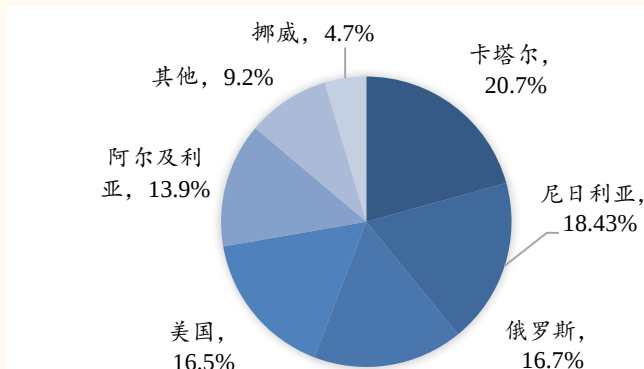
来源：Statista、BP、IEA、国金证券研究所

图表 15：2000-2020 俄罗斯向欧洲出口管道气情况 (bcm)



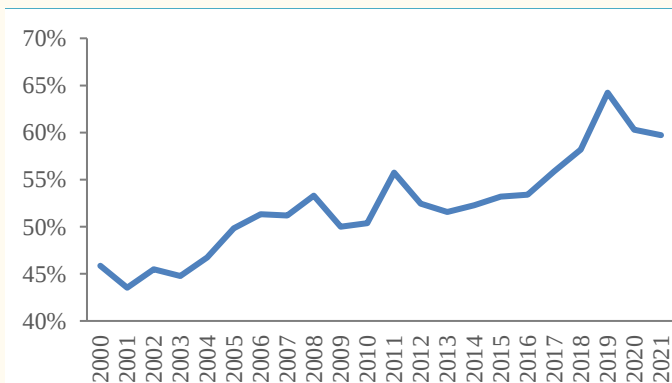
来源：BP、国金证券研究所

图表 16：2021 年欧盟 LNG 进口来源国



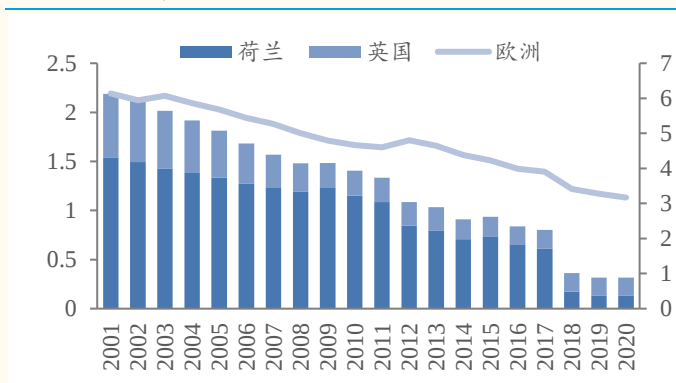
来源：Statista、BP、IEA、国金证券研究所

图表 17：2000-2021 欧洲天然气对外依存度情况



来源：BP、国金证券研究所

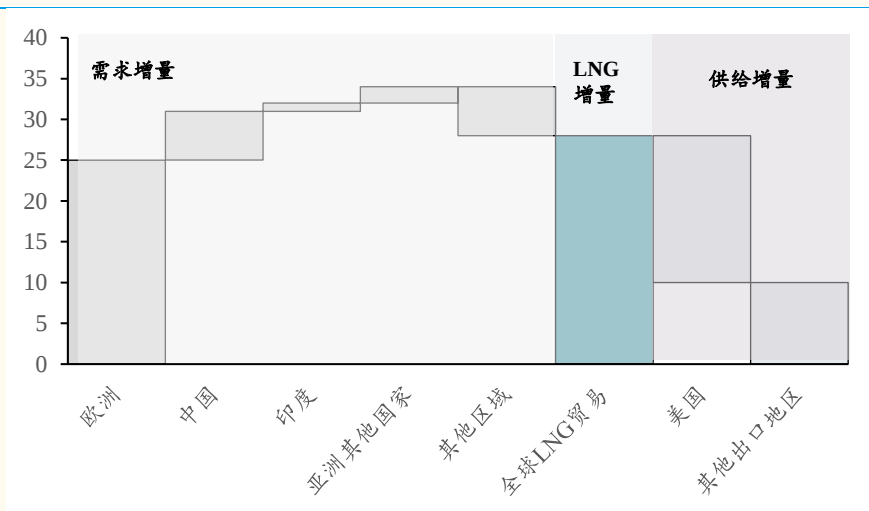
图表 18：2000-2020 英国、荷兰和全欧洲天然气探明储量变化情况 (tcf)



来源：BP、国金证券研究所

- **对俄制裁导致欧气结构性短缺，美国是欧洲气源切换的重要来源。**自 2022 年 2 月俄乌冲突以来，面对欧美等西方国家对俄罗斯的制裁，普京下令俄气将与“敌对国家”签订的油气合同换算成卢布结算，这一措施使欧洲与俄罗斯约 50bcm 管道气的合同提前终止。俄罗斯 LNG 也是制裁对象，美国将贡献 LNG 出口主要增量，预计 2022 年全球 LNG 增量需求在 28bcm，美国增量占比近 64%。
- **美国 LNG 出口短期受限 Freeport 爆炸影响。**Freeport 占到美国 LNG 总出口能力的 15%，80% 供欧洲。作为美国七大 LNG 出口港之一，LNG 液化出口产能约 1500 万吨/年，折合日均出口量约 4.1 万吨/日（约对应天然气 0.72 万亿立方英尺/年，日均 19.5 亿立方英尺/日）。悲观假设下，影响持续至年底，对欧出口减少 6bcm 左右。

图表 19：2022 VS 2021 年，预计全球 LNG 贸易量增 (bcm)



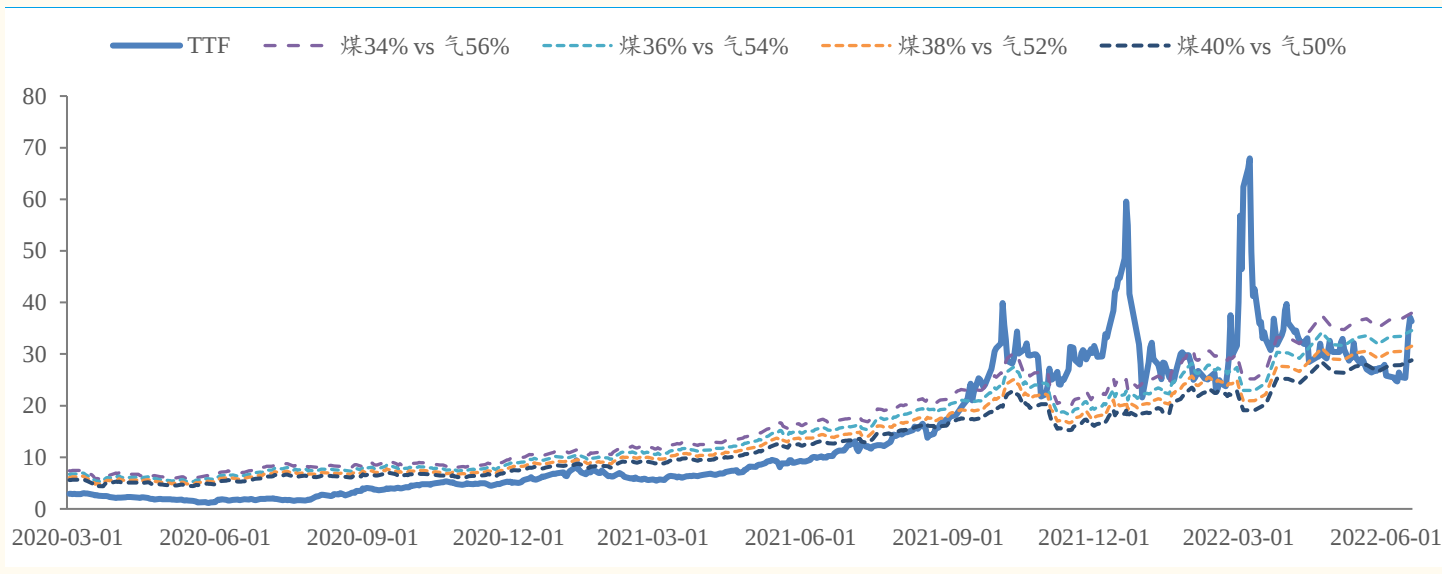
来源：IEA、国金证券研究所

### 欧洲煤气价格双高，气转煤需求出现但可行性受限

- **欧洲天然气价格超出煤气转换区间最上沿，催生气转煤需求。**欧洲传统电力领域煤气装机比例相当、煤气转换灵活，二者价格相互制约。2021 年 9 月，天然气价格穿透煤气转换区间最上沿后，欧洲煤电发电量一直高于 2019 年水平。
- **煤气转换是提高电厂运行效率与控制发电成本的综合经济性权衡。**煤气转换区间计算的是煤电厂和气电厂在不同运行效率的假设下，使气电度电成本等于煤电度电成本的天然气价格。运行效率是指发电厂投入的燃料总能量转化为电能的比例。运行效率为 100% 的完美电厂，每投入 1 千瓦时的燃料就能输出 1 千瓦时的电力。1 千瓦时的热能为 3412 英热，即完美电厂的发电能耗为 3412 英热/千瓦时。据 EIA 发布的数据，气电厂和煤电厂的平均运行效率分别约为 44.78% 和 33.64%，分别对应发电能耗 7619 英热/千瓦时和 10412 英热/千瓦时。电厂的运行效率越高，度电能耗越低。电厂设计建造的最大运行效率往往大于此等平均值，因此存在煤气转换的空间。在煤、气价格涨幅不同的情况下，虽然提高气电厂运行效率可以降低能耗，但不一定具备经济性。此外，考虑到煤电碳排放量显著高于气电碳排放量，而欧洲电厂需要交易碳排放权，抬高了欧洲的煤气转换区间。
- **气转煤同样受限，预计 TTF 价格年底前将维持高位：**
  - (1) 近几年欧洲“去碳”较为激进：一方面煤机大量退出，煤气转换的灵活性减弱；另一方面，碳排放权交易约束了煤炭替代的经济性。若不考虑碳价，气价突破煤气转换区间最上沿的时间更早。
  - (2) 欧洲 8 月对俄罗斯煤炭实施禁运后，能否以合理的价格填补俄罗斯煤的缺口也存在不确定性。

(3) 若电力领域对气的弹性需求完全转换成煤后, 天然气还存在供需缺口, 则需要工业领域做出响应。欧洲过去从未出现过需求侧响应, 这使能源价格继续上涨对经济可能造成的影响存在无法预测性。

图表 20: 欧洲煤气转换区间 (美元/百万英热)



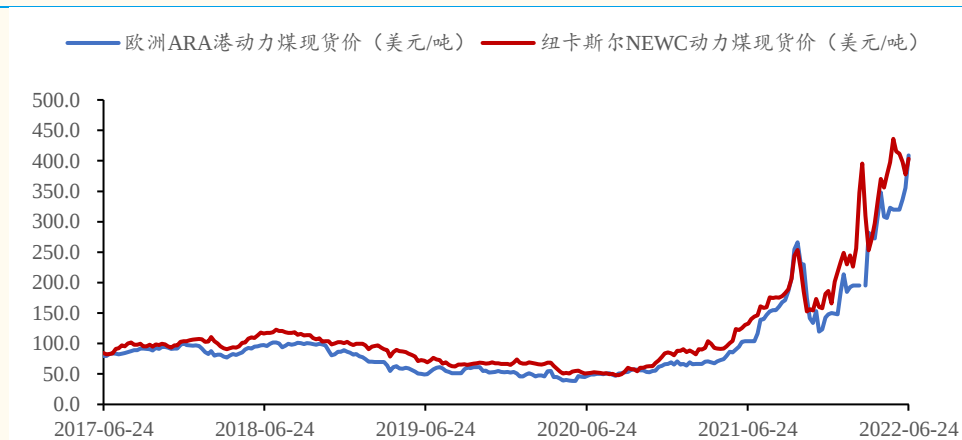
来源: EIA、WIND、国金证券研究所

### 3、行业数据跟踪

#### 3.1、煤炭价格跟踪

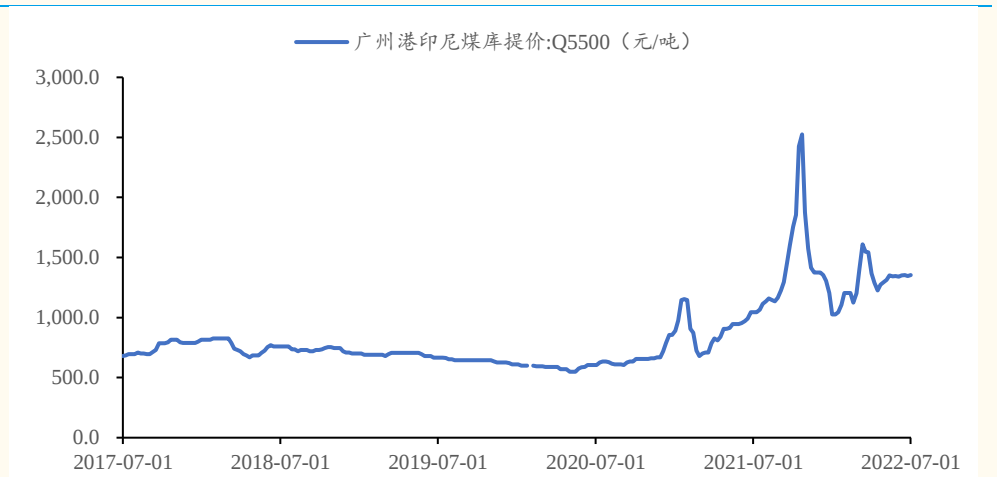
- 欧洲 ARA 港动力煤价涨幅较大、纽卡斯尔 NEWC 动力煤价小幅上涨, 上周欧洲 ARA 港、纽卡斯尔港动力煤价最新报价分别为 408.9 美元/吨、403.4 美元/吨, 环比分别上升 15.02%和 6.89%。
- 广州港印尼煤 (Q5500) 库提价小幅回升, 本周广州港印尼煤库提价最新报价为 1354 元/吨, 环比上涨 9 元/吨, 涨幅 0.7%。
- 秦皇岛动力煤 (Q5500) 市场价暂缺, 山东滕州动力煤 (Q5500) 坑口价下降, 本周山东滕州动力煤坑口价为 1090 元/吨, 环比下降 50 元/吨, 跌幅 4.39%。

图表 21: 欧洲 ARA 港、纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价



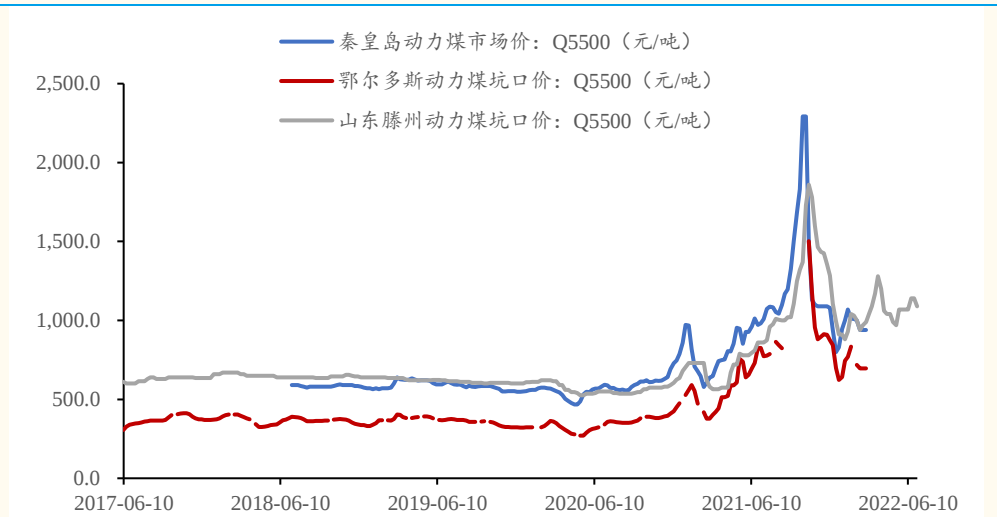
来源: Wind、国金证券研究所

图表 22：广州港印尼煤库提价：Q5500



来源：Wind、国金证券研究所

图表 23：秦皇岛动力煤市场价与鄂尔多斯、山东滕州动力煤坑口价：Q5500



来源：Wind、国金证券研究所

图表 24：环渤海九港煤炭场存量



来源：Wind、国金证券研究所

### 3.2、天然气价格跟踪

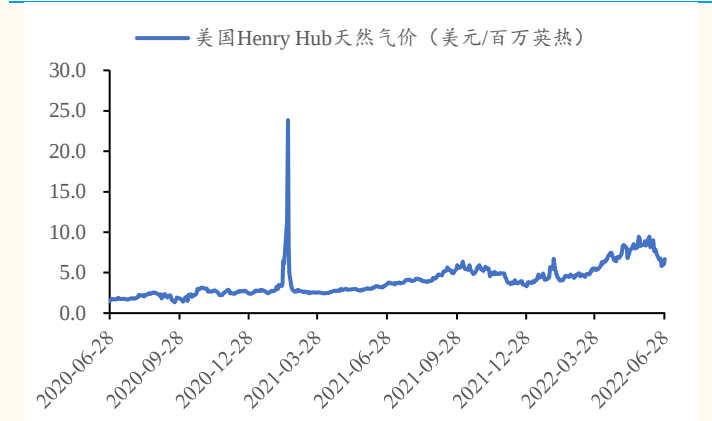
- IPE 英国天然气价下跌，本周 IPE 英国天然气价最新报价为 248.3 便士/色姆，环比上涨 78.56 便士/色姆，涨幅 46.28%。
- 美国 Henry Hub 天然气价小幅上涨，本周美国 Henry Hub 天然气最新报价为 6.66 美元/百万英热，环比上涨 0.06 美元/百万英热，涨幅 0.91%。
- 国内 LNG 到岸价格上涨，本周全国 LNG 到岸价最新报价为 39.62 美元/百万英热，环比上涨 2.74 美元/百万英热，涨幅 7.43%。

图表 25：IPE 英国天然气价



来源：Wind、国金证券研究所

图表 26：美国 Henry Hub 天然气价



来源：Wind、国金证券研究所

图表 27：国内 LNG 到岸价

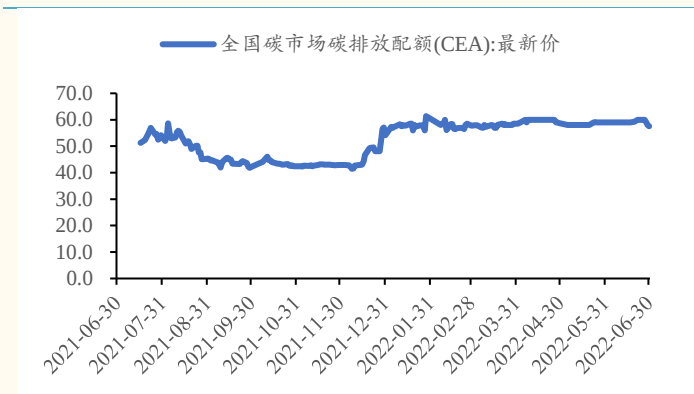


来源：Wind、国金证券研究所

### 3.3、碳市场跟踪

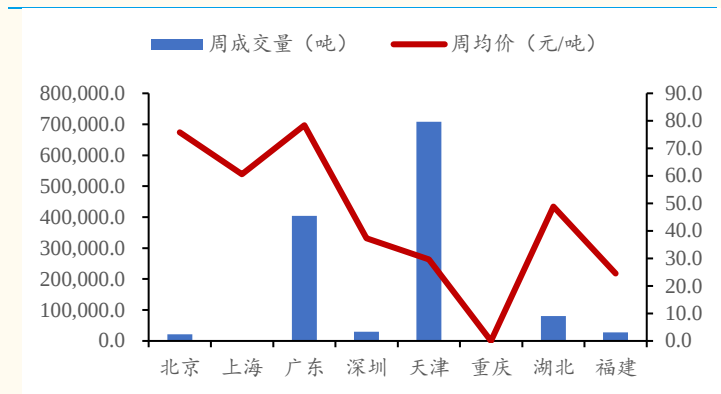
- 本周，全国碳市场碳排放配额（CEA）最新报价 57.5 元/吨，环比下降 2.5 元/吨。
- 本周天津碳排放权成交量最高，为 70.8 万吨，重庆本周无成交量。碳排放平均成交价方面，成交均价最高的广东市场，为 78.41 元/吨，最低的为福建市场的 24.53 元/吨。

图表 28：全国碳交易市场交易情况



来源：Wind、国金证券研究所

图表 29：分地区碳交易市场交易情况



来源：Wind、国金证券研究所

## 4、行业要闻

### 4.1、国务院：《关于加强数字政府建设的指导意见》

6月23日，国务院发布《关于加强数字政府建设的指导意见》。《意见》指出，推动绿色低碳转型，加快构建碳排放智能监测和动态核算体系，推动形成集约节约、循环高效、普惠共享的绿色低碳发展新格局，服务保障碳达峰、碳中和目标顺利实现。

[http://www.mwr.gov.cn/zw/zgzygwywj/202206/t20220623\\_1581453.html](http://www.mwr.gov.cn/zw/zgzygwywj/202206/t20220623_1581453.html)

### 4.2、六部委：《工业能效提升行动计划》

6月29日，工信部等六部门印发的《工业能效提升行动计划》提出，加快推进工业用能多元化、绿色化。支持具备条件的工业企业、工业园区建设工业绿色微电网，加快分布式光伏、分散式风电、高效热泵、余热余压利用、智慧能源管控等一体化系统开发运行，推进多能高效互补利用。鼓励通过电力市场购买绿色电力，就近大规模高比例利用可再生能源。推动智能光伏创新升级和行业特色应用，创新“光伏+”模式，推进光伏发电多元布局。大力发展高效光伏、大型风电、智能电网和高效储能等新能源装备。加快推进煤炭利用高效化、清洁化。有序推动煤炭减量替代，推进煤炭向清洁燃料、优质原料和高质材料转变。加快应用煤炭清洁高效燃烧、资源化利用等技术。按照“以气定改”原则有序推进工业燃煤天然气替代。引导企业有序开展煤炭清洁高效利用改造，依法依规淘汰落后产能、落后工艺。

<https://guangfu.bjx.com.cn/news/20220629/1237288.shtml>

### 4.3、生态环境部：《火电建设项目环境影响评价文件审批原则（征求意见稿）》

近日，生态环境部发布关于征求《火电建设项目环境影响评价文件审批原则（征求意见稿）》等四项环境影响评价文件审批原则意见的函。《审批原则》指出，项目应符合生态环境保护相关法律法规和政策，符合产业结构调整、煤炭消费总量控制、重点污染物排放总量控制、区域及行业碳达峰碳中和目标、新污染物治理等政策要求。原则上不得新建自备燃煤机组。

<https://huanbao.bjx.com.cn/news/20220630/1237652.shtml>

## 5、上市公司动态

**图表 30：上市公司股权质押公告**

| 名称   | 股东名称         | 质押方      | 质押股数<br>(万股) | 质押起始日期    | 质押截止日期    |
|------|--------------|----------|--------------|-----------|-----------|
| 协鑫能科 | 上海其辰投资管理有限公司 | 华夏银行苏州分行 | 790          | 2022/6/30 |           |
| 新天然气 | 明再远          | 中国银河证券   | 2280         | 2022/6/28 | 2024/6/27 |
| 聚光科技 | 浙江普渡科技有限公司   | 杭州工商信托   | 1495         | 2022/6/29 |           |
| 联泰环保 | 广东省联泰集团有限公司  | 华夏银行深圳分行 | 3300         | 2022/6/27 |           |

来源：Wind、国金证券研究所

**图表 31：上市公司大股东增减持公告**

| 名称   | 变动次数 | 涉及股东人数 | 总变动方向 | 净买入股份数合计(万股) | 增减仓参考市值(万元) | 占总股本比重(%) | 总股本(万股) |
|------|------|--------|-------|--------------|-------------|-----------|---------|
| 高能环境 | 4    | 3      | 增持    | 61           | 703         | 0.05      | 127897  |
| 祥龙电业 | 1    | 1      | 减持    | -190         | -1519       | 0.51      | 37498   |
| 辽宁能源 | 1    | 1      | 减持    | -904         | -4031       | 0.68      | 132202  |
| 钱江水利 | 2    | 1      | 减持    | -213         | -3428       | 0.60      | 35300   |
| 深水海纳 | 2    | 2      | 减持    | -196         | -2547       | 1.11      | 17728   |
| 国林科技 | 1    | 1      | 减持    | -12          | -175        | 0.07      | 18402   |
| 巴安水务 | 1    | 1      | 增持    | 1            | 2           | 0.00      | 66977   |
| 科融环境 | 10   | 1      | 减持    | -14          | -52         | 0.02      | 71280   |
| 碧水源  | 1    | 1      | 减持    | -25          | -133        | 0.01      | 362421  |
| 湖北能源 | 1    | 1      | 增持    | 2179         | 9229        | 0.33      | 656975  |
| 美锦能源 | 1    | 1      | 减持    | -5544        | -66494      | 1.30      | 427027  |

|      |   |   |    |       |       |      |        |
|------|---|---|----|-------|-------|------|--------|
| 京蓝科技 | 1 | 1 | 减持 | -1024 | -2893 | 1.00 | 102367 |
| 创元科技 | 1 | 1 | 增持 | 58    | 470   | 0.14 | 40398  |

来源：Wind、国金证券研究所

图表 32：上市公司未来 3 月限售股解禁公告

| 简称   | 解禁日期      | 解禁数量(万股) | 变动后总股本(万股) | 变动后流通 A 股(万股) | 占比(%)   |
|------|-----------|----------|------------|---------------|---------|
| 中能股份 | 2022-6-27 | 36000.00 | 491203.83  | 486801.43     | 99.10%  |
| 中航泰达 | 2022-6-28 | 3841.42  | 13996.00   | 10182.62      | 72.75%  |
| 北清环能 | 2022-6-29 | 253.82   | 34891.41   | 28337.02      | 81.21%  |
| 广州发展 | 2022-6-30 | 50785.90 | 354405.55  | 320679.55     | 90.48%  |
| 东方环宇 | 2022-6-30 | 2938.27  | 18938.27   | 18938.27      | 100.00% |
| 杭州热电 | 2022-6-30 | 8100.00  | 40010.00   | 12110.00      | 30.27%  |
| 天源环保 | 2022-6-30 | 625.59   | 40999.58   | 10250.00      | 25.00%  |
| 中国核电 | 2022-7-1  | 44776.12 | 1885040.18 | 1885040.18    | 100.00% |

来源：Wind、国金证券研究所

## 6、投资建议

### ■ 火电板块：

煤价在 21Q3 达到顶点，Q4 亏损最大；当前煤价维持高位，无继续上涨空间。新版长协煤机制于 5 月 1 日生效，火电标的全年业绩有望逐季改善。建议关注：火电资产高质量、拓展新能源发电的龙头企业华能国际、国电电力。

### ■ 新能源——风、光发电板块：

在经历光伏、陆风、海风走向平价上网、补贴逐步退坡带来的抢装潮后，新能源装机今年仍有望保持高增长态势。新增装机驱动因素包括其属稳增长“适度超前建设”重点领域，以及大基地规划和电力市场建设给绿电带来的利好。建议关注：新能源运营龙头三峡能源。

### ■ 新能源——核电板块：

“十四五”核电重启已至，投资边际好转，同时电力市场化改革带来核电市场化

电量价格提高，扩大盈利水平。建议关注核电龙头企业中国核电。

## 7、风险提示

### ■ 电力板块：

新增装机容量不及预期；下游需求景气度不高、用电需求降低导致利用小时数不及预期；电力市场化进度不及预期；煤价维持高位影响火电企业盈利；补贴退坡影响新能源发电企业盈利等。

### ■ 环保板块：

环境治理政策释放不及预期等。

**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。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**

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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场 T3-2402