

公用事业及环保产业行业研

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

究

石油化工组
分析师：许隽逸（执业 S1130519040001）
xujunyi@gjzq.com.cn

城燃公司业绩何以摆脱压力？（上）

行情回顾

■ 本周（3.5~3.10）上证综指下跌 2.95%，创业板下跌 2.15%，公用事业板块下跌 2.28%，环保板块下跌 0.59%，煤炭板块下跌 3.70%，碳中和板块下跌 2.46%。

每周专题：

- 天然气价格飙涨致使其经济性下降，能源消费占比下降。天然气作为替代能源，其相较于煤、油等竞争性能源的经济性是影响消费需求的重要因素。自俄气减供以来，欧洲对 LNG 的需求逐渐由弹性转为刚性；直至俄乌冲突后，为抢夺存量 LNG 资源出现了“欧洲溢价”，标志着全球 LNG 定价中心由东北亚市场转为欧洲市场。2022 年 LNG 到岸价涨幅远超煤、油等竞争性能源，而工业部门用能成本占比高、价格敏感性强，催生气向煤的“反替代”需求。
- 顺价不畅导致城燃企业售气业务盈利下滑。LNG 定价市场化程度高而天然气零售价格仍受政府管制，上游勘探生产及天然气进口均由“三桶油”垄断而下游城燃行业集中度较低、议价能力不足。

行业要闻：

- 国务院新闻办公室于 2023 年 3 月 6 日上午 10 时举行“权威部门话开局”系列主题新闻发布会，李春临针对如何看待当前和今后一段时间我国能源安全形势，对下一步怎样做好能源保供工作有什么安排等问题进行回答。重点做好四个方面的工作：一是增加能源生产供应，二是持续夯实能源储备，三是保持能源价格稳定，四是坚决守好民生用能底线。
- 今年政府工作报告中提到，“持续做好‘六稳’、‘六保’工作”“加快建设新型能源体系”。蒙媛表示，作为关系国家能源安全和国民经济命脉的特大型国有重点骨干企业，国家电网有限公司牢记“国之大者”，始终将提供安全可靠、清洁低碳的电力产品和优质高效的电力服务作为立身之本，保证电力供应、保障能源安全、推动能源转型，确保能源饭碗牢牢端在自己手里。
- 在全国两会期间，党组书记马永生表示，近年来，我国 CCUS 技术和项目稳步发展，但相较于庞大的碳排放总量，CCUS 项目规模还比较小，部分关键核心技术与国际先进水平相比存在一定差距，特别是成本很高，限制了大规模商业化应用。此外，在我国，国家核证自愿减排机制是引导企业发展新能源、降低二氧化碳排放的有效工具，但该机制自 2017 年起暂停实施。同时，我国已发布 CCER 方法学 200 多个，但 CCUS 项目有关方法学仍是空白。在既无方法学也无交易机制的情况下，CCUS 项目经济性难以得到保障，实现大规模商业化应用需要加大政策支持力度，建议将 CCUS 项目尽快纳入我国自愿减排机制。

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华能国际、宝新能源等；新能源发电：建议关注新能源龙头龙源电力；核电：建议关注核电龙头企业中国核电；灵活性改造：建议关注青达环保。

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。

内容目录

1. 行情回顾.....	4
2. 每周专题.....	7
2.1 22 年能源消费总量增速放缓，天然气消费占比下滑	7
2.2 价格形成机制不完善和竞争不足使城燃业绩承压	8
3. 行业数据跟踪.....	9
3.1 煤炭价格跟踪.....	9
3.2 天然气价格跟踪.....	11
3.3 碳市场跟踪.....	12
4. 行业要闻.....	13
5. 上市公司动态.....	14
6. 投资建议.....	14
7. 风险提示.....	14

图表目录

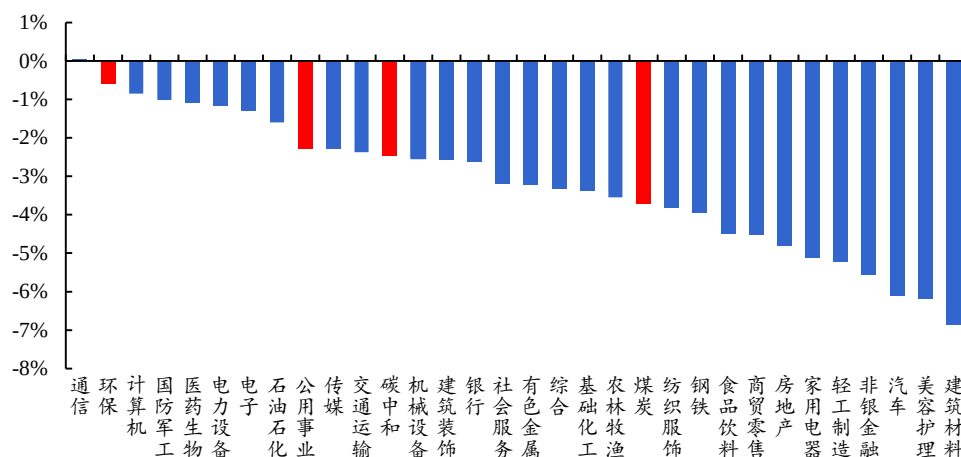
图表 1: 本周板块涨跌幅	4
图表 2: 本周公用行业细分板块涨跌幅	4
图表 3: 本周环保行业细分板块涨跌幅	4
图表 4: 本周公用行业涨幅前五个股	5
图表 5: 本周公用行业跌幅前五个股	5
图表 6: 本周环保行业涨幅前五个股	5
图表 7: 本周环保行业跌幅前五个股	5
图表 8: 本周煤炭行业涨幅前五个股	5
图表 9: 本周煤炭行业跌幅前五个股	5
图表 10: 碳中和上、中、下游板块 PE 估值情况	6
图表 11: 碳中和上、中、下游板块风险溢价率	6
图表 12: 2001-2022 年 GDP 与能源消费总量增速情况	7
图表 13: 2014-2022 年六大高耗能产业增加值增速情况 (%)	7
图表 14: 国际主要市场天然气价格 (美元/百万英热)	7
图表 15: 2021、2022 年欧洲大陆和英国天然气进口结构变化情况	7
图表 16: 2020 年分行业用气结构 (%)	8
图表 17: 煤炭与 LNG 价格指数	8
图表 18: 2020-2022E 中国能源消费情况 (万吨标准煤)	8

图表 19: 2021 年“三桶油”天然气产量份额 (%)	9
图表 20: 2021 年主要城燃销气量占消费总量份额 (%)	9
图表 21: 2017-1~3Q22 天然气上游净利润及增速 (亿元、%)	9
图表 22: 2017-1~3Q22 天然气下游净利润及增速 (亿元、%)	9
图表 23: 欧洲 ARA 港、纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价	10
图表 24: 广州港印尼煤库提价: Q5500	10
图表 25: 山东滕州动力煤坑口价: Q5500	11
图表 26: 环渤海九港煤炭场存量	11
图表 27: IPE 英国天然气价	12
图表 28: 美国 Henry Hub 天然气价	12
图表 29: 国内 LNG 到岸价	12
图表 30: 全国碳交易市场交易情况	13
图表 31: 分地区碳交易市场交易情况	13
图表 32: 上市公司股权质押公告	14
图表 33: 上市公司大股东增减持公告	14
图表 34: 上市公司未来 3 月限售股解禁公告	14

1. 行情回顾

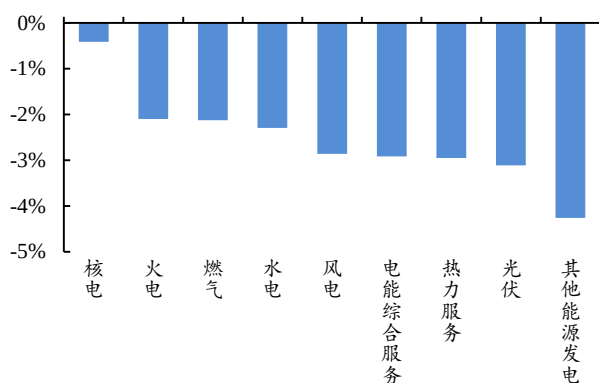
- 本周(3.5~3.10)上证综指下跌 2.95%，创业板下跌 2.15%，公用事业板块下跌 2.28%，环保板块下跌 0.59%，煤炭板块下跌 3.70%，碳中和板块下跌 2.46%。从公用事业子板块涨跌幅情况来看：核电板块跌幅最小、下跌 0.41%，其他能源发电板块跌幅最大、下跌 4.26%。从环保子板块涨跌幅情况来看：综合环境治理板块涨幅最大、上涨 0.68%，大气治理板块跌幅最大、下跌 2.76%。

图表1：本周板块涨跌幅



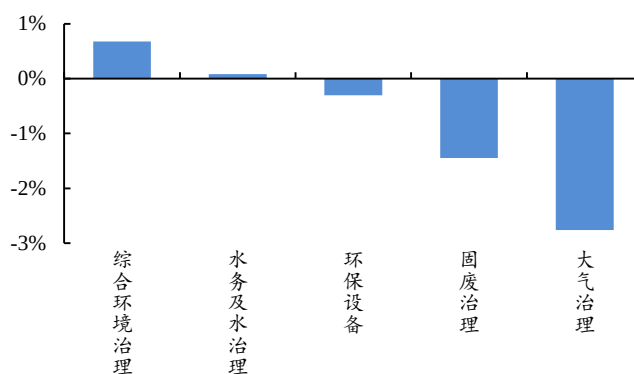
来源：Wind，国金证券研究所

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

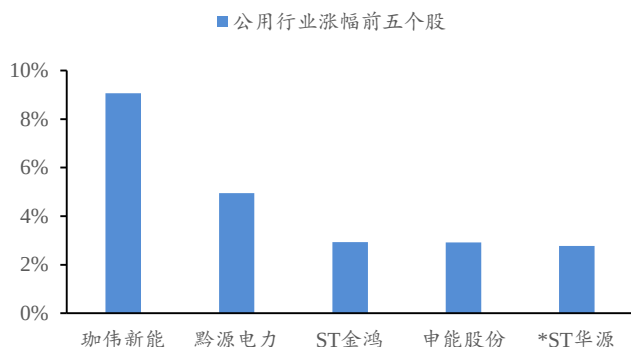
图表3：本周环保行业细分板块涨跌幅



来源：Wind，国金证券研究所

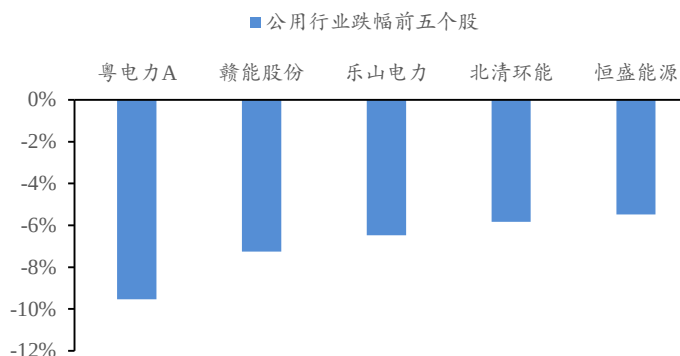
- 公用事业涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——珈伟新能、黔源电力、ST 金鸿、申能股份、*ST 华源；跌幅前五个股——粤电力 A、赣能股份、乐山电力、北清环能、恒盛能源。
- 环保涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——津膜科技、国林科技、仕净科技、江南水务、巴安水务；跌幅前五个股——菲达环保、华控赛格、国统股份、百川畅银、上海洗霸。
- 煤炭涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——未来股份、辽宁能源、*ST 天首、大有能源、中国神华；跌幅前五个股——华阳股份、山西焦煤、山煤国际、平煤股份、兖矿能源。

图表4：本周公用行业涨幅前五个股



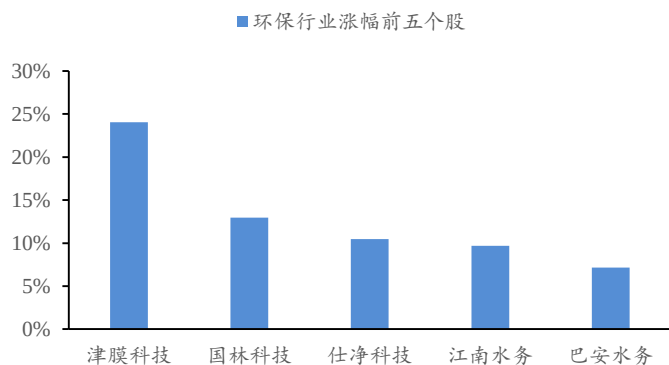
来源：Wind，国金证券研究所

图表5：本周公用行业跌幅前五个股



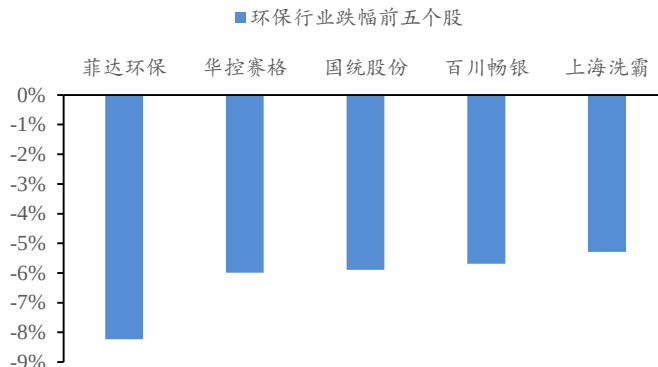
来源：Wind，国金证券研究所

图表6：本周环保行业涨幅前五个股



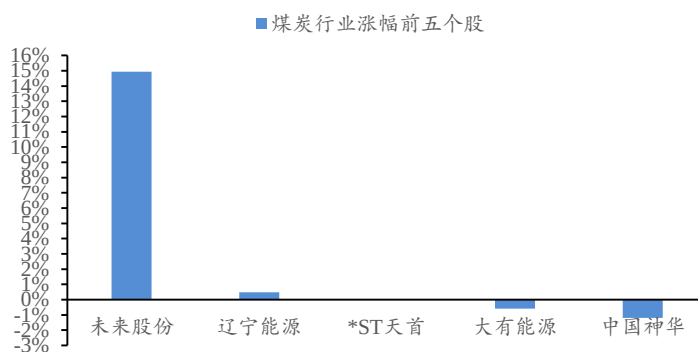
来源：Wind，国金证券研究所

图表7：本周环保行业跌幅前五个股



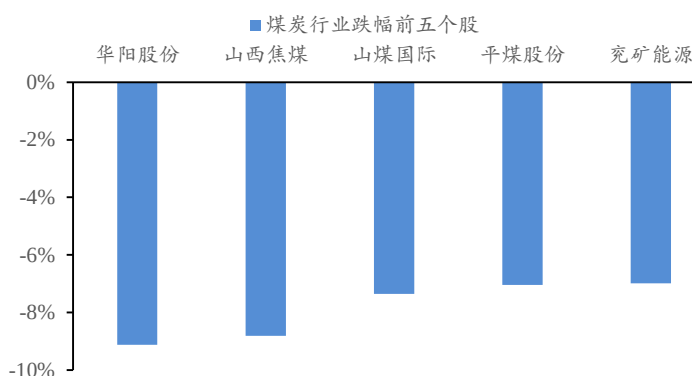
来源：Wind，国金证券研究所

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

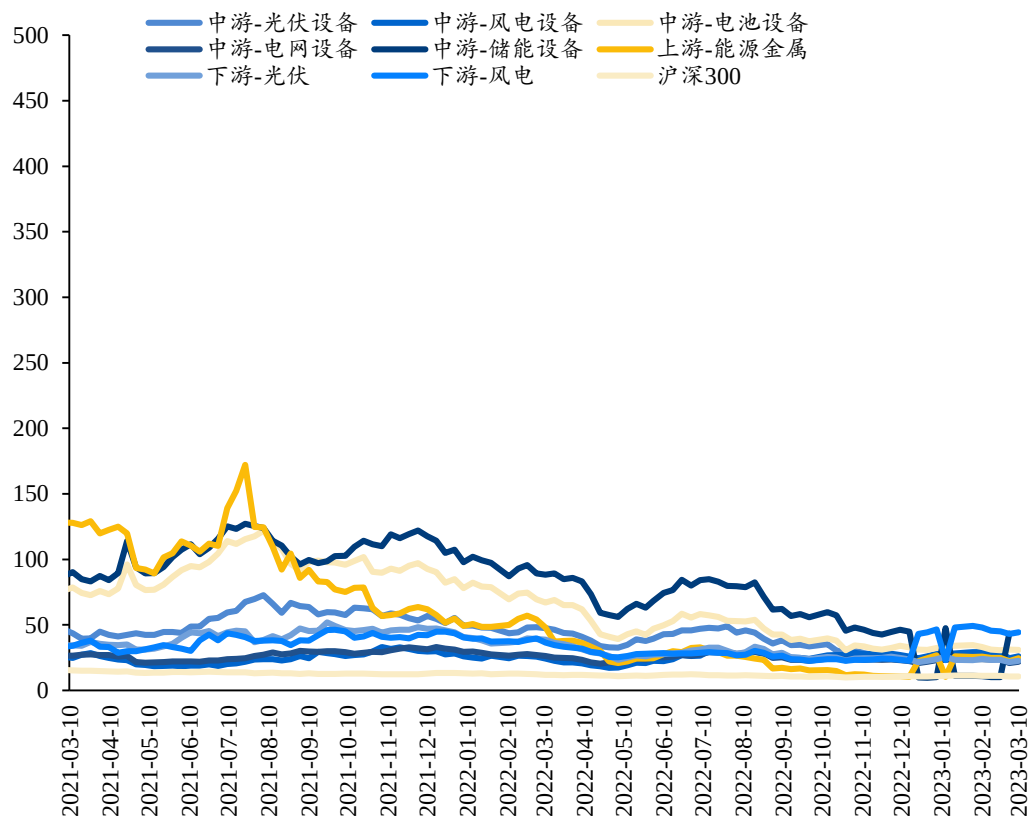
图表9：本周煤炭行业跌幅前五个股



来源：Wind，国金证券研究所

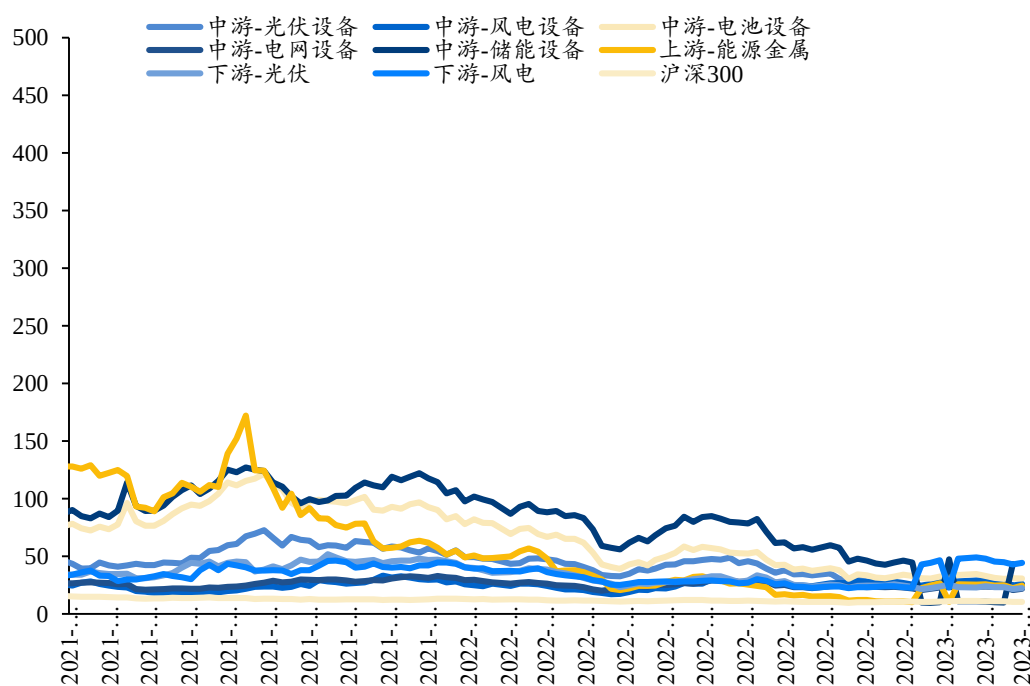
- 碳中和上、中、下游板块 PE 估值情况：截至 2023 年 3 月 3 日，沪深 300 估值为 11.09 倍（TTM 整体法，剔除负值），中游光伏设备板块、风电设备板块、电池设备板块、电网设备板块、储能设备板块 PE 估值分别为 24.31、26.08、27.88、23.31、39.63，上游能源金属板块 PE 估值为 9.44，下游光伏运营板块、风电运营板块 PE 估值分别为 25.5822、23.7860；对应沪深 300 的估值溢价率分别为 1.12、1.27、1.43、1.03、2.45、0.18、1.15、1.02。

图表10: 碳中和上、中、下游板块 PE 估值情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 碳中和上、中、下游板块风险溢价率



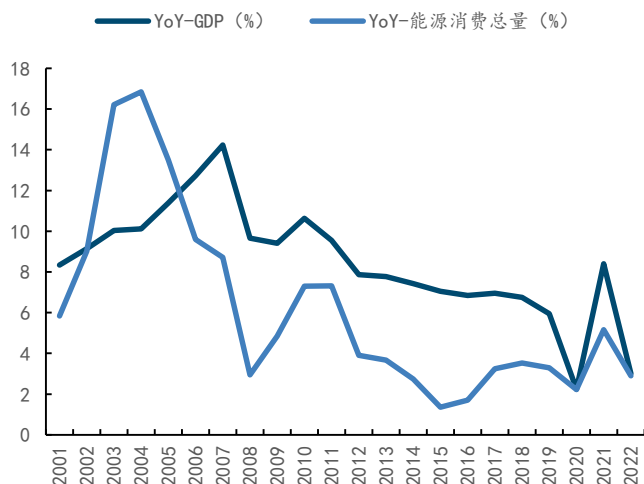
来源: Wind, 国金证券研究所

2. 每周专题

2.1 22 年能源消费总量增速放缓，天然气消费占比下滑

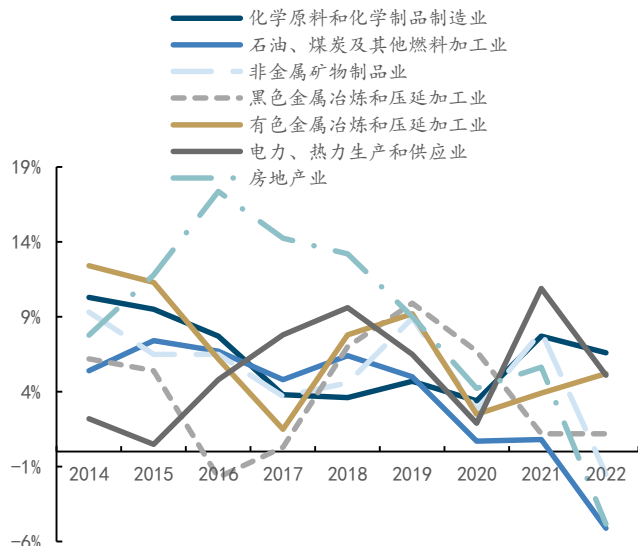
- 能源消费量与宏观经济景气度显著正相关。根据国家统计局初步核算，受疫情反复影响，2022 年 GDP 增速放缓至 3.0%。分行业看，六大高耗能行业仅有色金属冶炼和压延加工业增速延续上升态势，房地产行业增加值增速为-5.1%，同比下降 8.6pcts，拖累能源消费总量增速下降 2.3pcts 至 2.9%。

图表12：2001-2022 年 GDP 与能源消费总量增速情况



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表13：2014-2022 年六大高耗能行业增加值增速情况 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

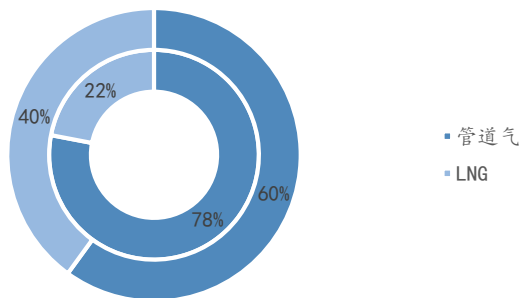
- 天然气价格飙涨致使其经济性下降，在能源消费总量中的占比下降约 0.4pct。如前文所述，天然气作为替代能源，其相较于煤、油等竞争性能源的经济性是影响消费需求的重要因素。
- ✓ 2022 年，俄乌冲突引发欧美多国对俄能源实施制裁，叠加北溪 1 线管道损坏后进口俄罗斯管道气进一步减量，造成欧洲天然气供需结构性失衡。2022 年，欧洲大陆和英国天然气进口量小幅下降 1.6%，但 LNG 进口量同比大增、份额提升至 40%。然而，前期投资不足导致 2020-2025 年新增 LNG 产能有限，欧洲必须维持高气价以从存量市场吸引足量 LNG。此外，美国自由港爆炸影响 LNG 出口、夏季高温导致用电需求强劲、入冬前完成储气库目标的采购压力，以及对能源短缺的恐慌情绪等多重因素拉动欧洲天然气 TTF 价格在 2022 年 8 月 26 日触及 99.74 美元/百万英热的历史高位。

图表14：国际主要市场天然气价格（美元/百万英热）



来源：Reuters，国金数字未来实验室

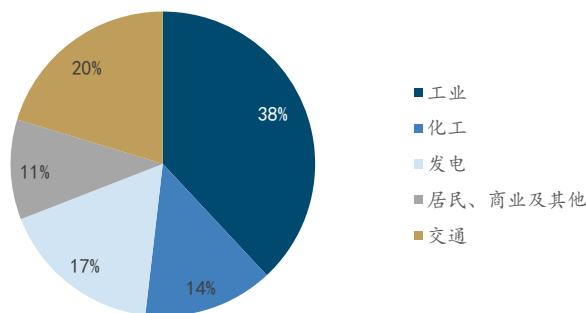
图表15：2021、2022 年欧洲大陆和英国天然气进口结构变化情况



来源：Refinitiv，国金证券研究所

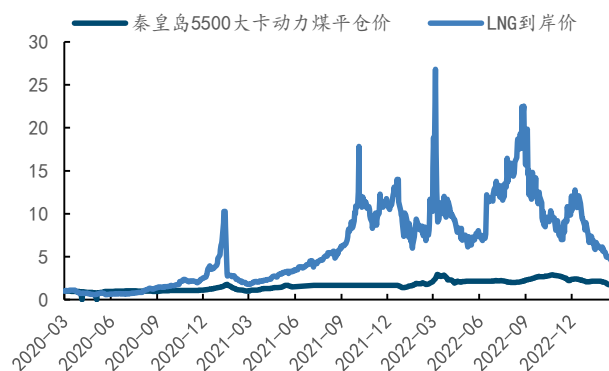
- ✓ 气价畸高催生“反替代”需求。从分部门用气结构看，2020 年工业和化工合计用气量占比 51.8%；从天然气供应结构看，预计 2022 年国产气、进口 LNG、进口管道气分别占比 59%、24%、17%。自 1H21 俄气减供以来，欧洲对 LNG 的需求逐渐由弹性转为刚性；直至俄乌冲突后，为抢夺存量 LNG 资源出现了“欧洲溢价”，标志着全球 LNG 定价中心由东北亚市场转为欧洲市场。2022 年 LNG 到岸价涨幅远超煤、油等竞争性能源，而工业部门用能成本占比高、价格敏感性强，因此催生“气转煤”需求。据国家统计局初步核算，2022 年全国煤炭和天然气消费量分别增长 4.3%、下降 1.2%，占能源消费总量的比重较上年分别提升 0.3pct、下降 0.4pct 左右。

图表 16：2020 年分行业用气结构 (%)



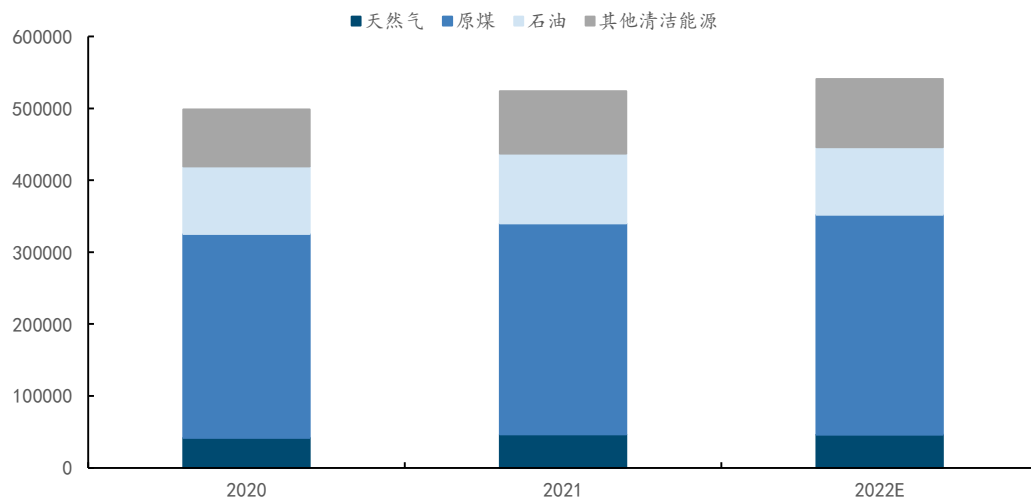
来源：能源统计年鉴，国金证券研究所

图表 17：煤炭与 LNG 价格指数



来源：Wind，国金证券研究所

图表 18：2020-2022E 中国能源消费情况 (万吨标准煤)



来源：Wind，国金证券研究所

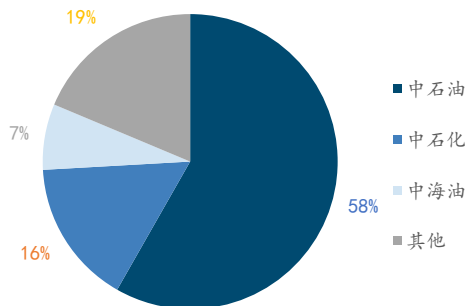
2.2 价格形成机制不完善和竞争不足使城燃业绩承压

- LNG 定价市场化程度高而天然气零售价格仍受政府管制，顺价不畅导致城燃企业售气业务毛利率下滑。
- ✓ **上游：**气源定价存在“双轨制”。2020 年 3 月 16 日，国家发改委公布了新的《中央定价目录》(发展改革委令 31 号)，将“天然气门站价格”移出目录，并在备注中指出：海上气、页岩气、煤层气、煤制气、液化天然气、直供用户用气、储气设施购销气、交易平台公开交易气、2015 年以后投产的进口管道天然气，以及具备竞争条件省份天然气的门站价格，由市场形成；其他国产陆上管道天然气和 2014 年底前投产的进口管道天然气门站价格，暂按现行价格机制管理。
- ✓ **下游：**分销环节存在非居民用气和居民用气价格的“双轨制”。截至目前，多数城市仍未建立天然气价格联动机制，亦或既有价格联动机制下气源成本的传导有滞后性、导致按规定调整后的天然气销售价格反映的是上一轮全球天然气供需宽松时期的气

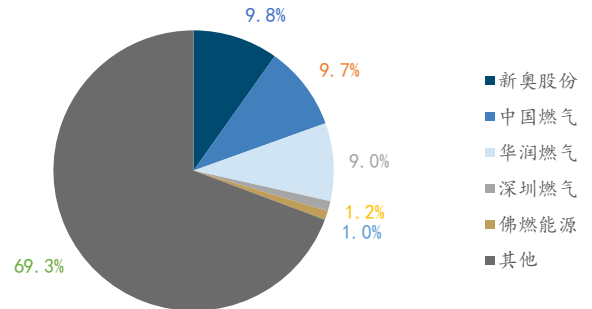
源成本，而不适应本轮全球天然气供需紧张周期的现状，造成城燃企业大幅上涨的采购成本难以向下传导。

- 上游勘探生产及天然气进口均由“三桶油”垄断而下游城燃行业集中度较低、议价能力不足。中国贫油少气的能源禀赋决定了油气勘探生产行业准入门槛高、资金与技术壁垒高，因此行业集中度较高，“三桶油”合计产量份额常年维持在80%以上。然而，城燃行业较集中度较低，2021年五大城燃合计销气量仅占全国表观消费量的32%，对上游的议价能力有限。尤其1H21以来全球天然气供应由松转紧，进口气价飙升导致城燃气源多元化布局搁浅；天然气由买方市场转回卖方市场使得上游利润分配占比扩大，下游利润相应受到挤压。

图表19：2021年“三桶油”天然气产量份额(%)



图表20：2021年主要城燃销气量占消费总量份额(%)

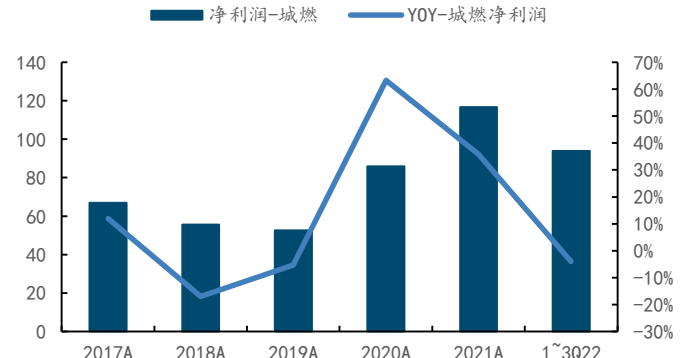
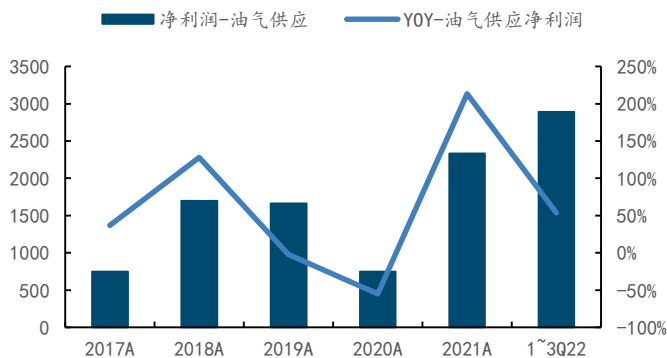


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表21：2017-1~3Q22 天然气上游净利润及增速(亿元、%)

图表22：2017-1~3Q22 天然气下游净利润及增速(亿元、%)



来源：Wind，国金证券研究所

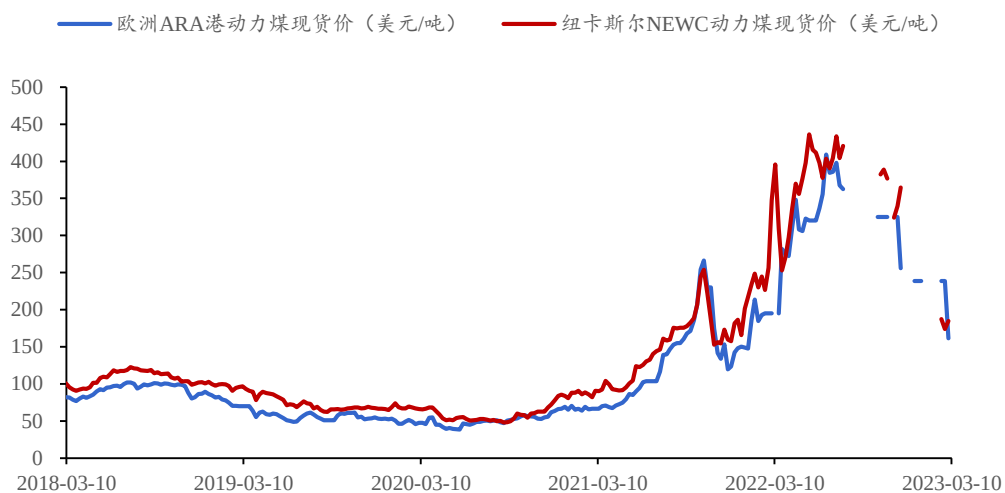
来源：Wind，国金证券研究所

3. 行业数据跟踪

3.1 煤炭价格跟踪

- 欧洲ARA港动力煤价暂无最新报价，3月3日报价161.3美元/吨，环比下降77.2美元/吨，跌幅32.4%。纽卡斯尔NEWC动力煤价暂无最新报价，3月3日报价184.6美元/吨，环比上升10.7美元/吨，涨幅6.15%。
- 广州港印尼煤(Q5500)本周(3.10)提库价最新报价为1122元/吨，环比持平，未有涨跌幅。
- 山东滕州动力煤(Q5500)本周(3.10)坑口价最新报价为1080元/吨，环比持平，未有涨跌幅。

图表23: 欧洲ARA港、纽卡斯尔NEWC动力煤现货价



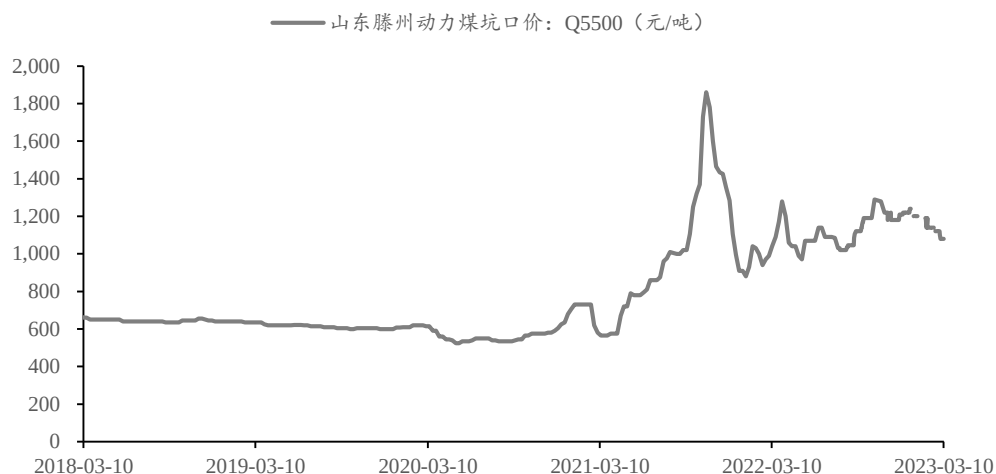
来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 广州港印尼煤库提价: Q5500



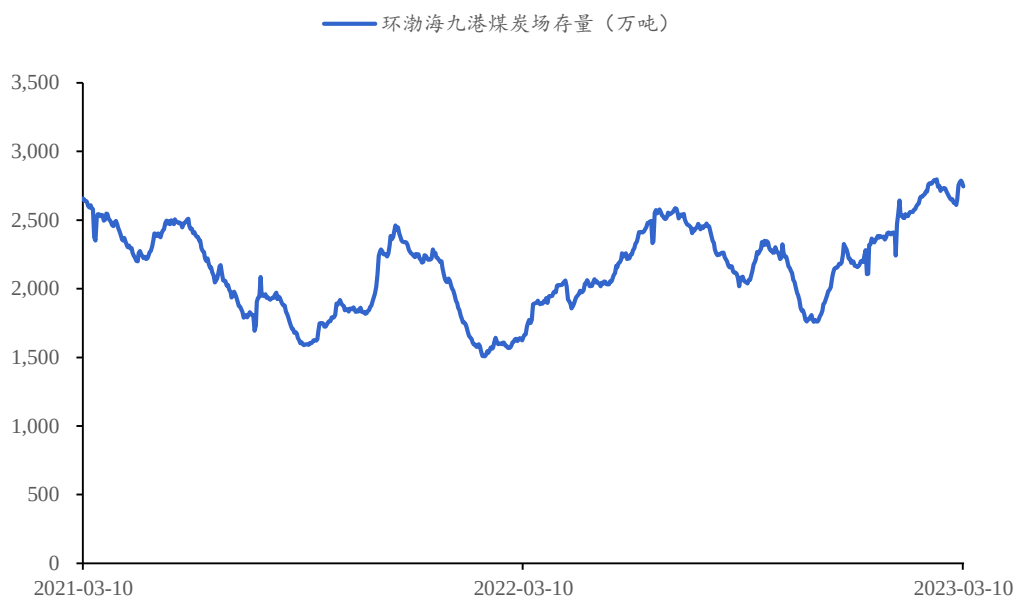
来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 山东滕州动力煤坑口价: Q5500



来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 环渤海九港煤炭场存量

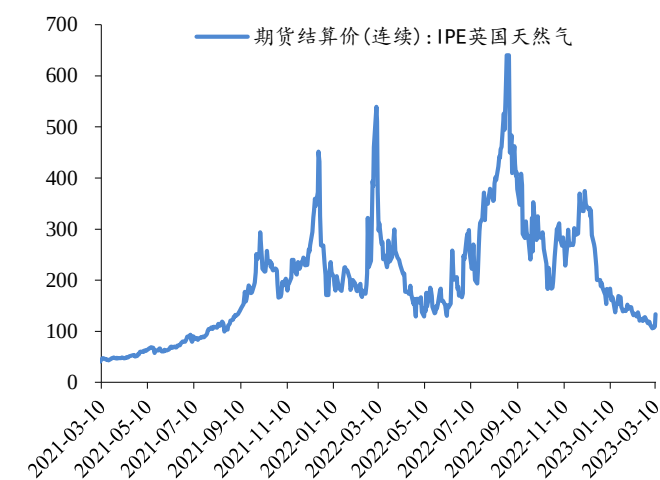


来源: Wind, 国金证券研究所

3.2 天然气价格跟踪

- IPE 英国天然气价上涨, 本周 IPE 英国天然气价最新报价为 133.56 便士/色姆, 环比上升 20.38 便士/色姆, 涨幅 18%。
- 美国 Henry Hub 天然气价上涨, 本周美国 Henry Hub 天然气价暂无最新报价, 3 月 7 日报价 2.52 美元/百万英热, 环比下跌 0.14 美元/百万英热, 跌幅 5.26%。
- 国内 LNG 到岸价格下跌, 本周全国 LNG 到岸价最新报价为 12.23 元/百万英热, 环比下跌 1.73 美元/百万英热, 跌幅 12.39%。

图表27: IPE 英国天然气价



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 美国 Henry Hub 天然气价



来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 国内 LNG 到岸价

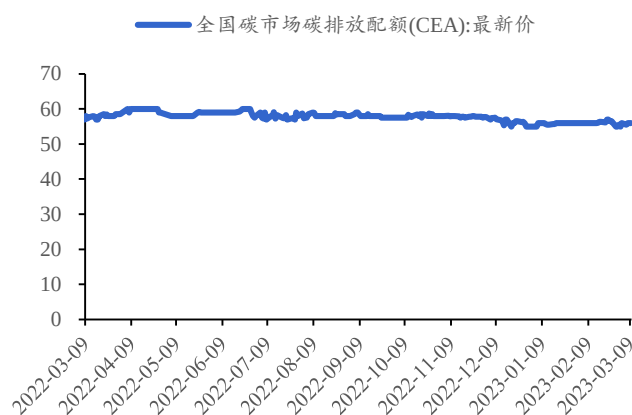


来源: Wind, 国金证券研究所

3.3 碳市场跟踪

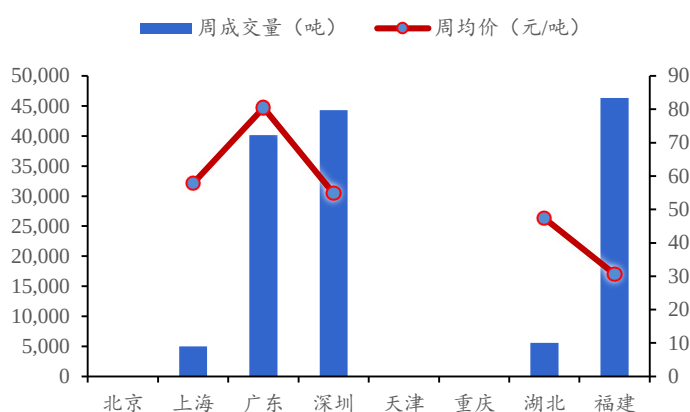
- 本周, 全国碳市场碳排放配额 (CEA) 最新报价 56.00 元/吨, 较前一周价格上涨 1 元/吨, 涨幅 1.82%。
- 本周福建碳排放权交易市场成交量最高, 为 4.63 万吨。碳排放平均成交价方面, 成交均价最高为广东市场的 80.5 元/吨。本周北京、天津、重庆未参与碳排放权交易市场。

图表30：全国碳交易市场交易情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表31：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

■ 国家发改委：2023 年通过稳煤价进而稳电价 努力稳住国内能源价格“大盘”

国务院新闻办公室于 2023 年 3 月 6 日上午 10 时举行“权威部门话开局”系列主题新闻发布会，国家发展改革委副主任赵辰昕、李春临、杨荫凯介绍“着力推动高质量发展，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步”有关情况，并答记者问。

去年以来，国际能源供需形势严峻、紧张、复杂，对我国能源保供工作带来不少压力。李春临针对如何看待当前和今后一段时间我国能源安全形势，对下一步怎样做好能源保供工作有什么安排等问题进行回答。

重点做好四个方面的工作：一是增加能源生产供应，二是持续夯实能源储备，三是保持能源价格稳定，四是坚决守好民生用能底线。

<https://news.bjx.com.cn/html/20230306/1292813.shtml>

■ 全国人大代表 蒙媛：完善峰谷分时电价等电价政策 优化工商业分时电价峰平谷时段划分

今年政府工作报告中提到，“持续做好‘六稳’、‘六保’工作”“加快建设新型能源体系”。全国人大代表，国家电网四川电力（广安）连心桥共产党员服务队队长、广安供电公司营销部员工蒙媛表示，作为关系国家能源安全和国民经济命脉的特大型国有重点骨干企业，国家电网有限公司牢记“国之大者”，始终将提供安全可靠、清洁低碳的电力产品和优质高效的电力服务作为立身之本，保证电力供应、保障能源安全、推动能源转型，确保能源饭碗牢牢端在自己手里。

<https://news.bjx.com.cn/html/20230307/1293052.shtml>

■ 两会盘点：能源央企掌门两会上都说了啥？

在全国两会期间，全国政协委员，中国石油化工集团有限公司董事长、党组书记马永生在接受中能传媒记者采访时建议推动 CCUS 项目尽快纳入自愿减排机制。

马永生表示，近年来，我国 CCUS 技术和项目稳步发展，但相较于庞大的碳排放总量，CCUS 项目规模还比较小，部分关键核心技术与国际先进水平相比存在一定差距，特别是成本很高，限制了大规模商业化应用。此外，在我国，国家核证自愿减排机制是引导企业发展新能源、降低二氧化碳排放的有效工具，但该机制自 2017 年起暂停实施。同时，我国已发布 CCER 方法学 200 多个，但 CCUS 项目有关方法学仍是空白。在既无方法学也无交易机制的情况下，CCUS 项目经济性难以得到保障，实现大规模商业化应用需要加大政策支持力度，建议将 CCUS 项目尽快纳入我国自愿减排机制。

<https://news.bjx.com.cn/html/20230309/1293637.shtml>

5. 上市公司动态

图表32：上市公司股权质押公告

名称	股东名称	质押方	质押股数(万股)	质押起始日期	质押截止日期
创业环保	天津市政投资有限公司	北方国际信托	4500	2023/3/7	2024/3/9
海天股份	四川海天投资有限责任公司	华夏银行成都分行	2500	2023/3/9	2025/3/6

来源：Wind，国金证券研究所

图表33：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)
青达环保	1	1	减持	-122	-3302	1.29	9467
景津装备	2	1	减持	-3	-109	0.01	57668
百川能源	2	2	增持	2477	11213	1.82	136301
中兰环保	3	1	减持	-40	-679	0.40	9909
碧水源	1	1	减持	-1000	-5108	0.28	362421

来源：Wind，国金证券研究所

图表34：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(%)
三峰环境	2023-6-5	87852.70	47.65	255679.50	100.00%
南网储能	2023-6-7	63057.52	14.97	382658.10	34.70%

来源：Wind，国金证券研究所

6. 投资建议

■ 火电板块：

22年3亿吨煤炭核增产能基本释放；国际能源危机基本解除、进口印尼煤价格倒挂现象好转。国内煤炭供需紧张局面趋缓，沿海电厂尤为受益。建议关注：火电资产高质量、积极拓展新能源发电的龙头企业华能国际；可发挥民企优势灵活配置煤炭来源结构、有新机组核准预期的龙头企业宝新能源。

■ 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；22年低基数背景下陆/海风增量尤为值得期待。建议关注：新能源运营龙头龙源电力。

■ 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。

■ 环保板块：

火电灵活性改造可释放存量空间，助力解决西北风光利用率偏低地区的消纳问题。建议关注灵活性改造中全负荷脱硝环节龙头企业青达环保。

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。

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402