



电力设备与新能源行业研究

买入（维持评级）

行业周报
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：姚遥（执业 S1130512080001）
yaoy@gjzq.com.cn

分析师：宇文甸（执业 S1130522010005）
yuwendian@gjzq.com.cn

分析师：张嘉文（执业 S1130523090006）
zhangjiawen@gjzq.com.cn

联系人：唐雪琪

tangxueqi@gjzq.com.cn

盈利改善悄然发生中，重视率先超预期的 α 公司

子行业周度核心观点：

光伏&储能：相比于产品价格，我们更因关注产业链“测算盈利”的变化趋势，综合考虑成本端变化，电池/组件、玻璃、胶膜均已在盈利改善趋势中；年度策略“强 α 组合”中的阿特斯、奥特维近期已先后以超预期的基本面表现开始验证 α 属性，建议重点关注，继续坚定看好新能源板块反弹的持续性空间。

电网：政府工作报告再提电力改革，两会代表委员热议新型电力系统。我们认为配电网为当前新型电力系统转型的短板之一，近期印发的《新形势下配电网高质量发展的指导意见》在国家部委层面首次以正式文件形式指导了配网建设，主要聚焦配网容量和智能化水平提升问题，我们再次强调该政策对于配网投资的影响力度。24年后，随着主网特高压环节投资占比挤压相对释放、顶层设计对于电力设备替换和配网改造政策持续推进、以及网外多元化主体参与配网投资的逐步放开，以配网变压器和智能化改造为主线的配电网有望迎来颠覆性改革。

氢能&燃料电池：十部委发文扩充氢能基础设施场景，政府直接支持的产业链环节有望增多，推动产业化落地进程加速；多个项目启动，中能建和吉电共8万吨绿氢项目确认投产日期，展望今年绿氢项目将不断启动，重点关注大项目制氢设备招标。

风电：3月15日阳江市阳西县自然资源局发布青洲五、六、七海上风电项目海缆集中送出工程项目《建设工程规划许可证》的批前公示，深远海风进展释放积极信号，有望提振市场信心，关注深远海相关进展或将进一步提高行业估值：

1) 深远海相关政策落地；2) 浙江、江苏等省份推动深远海规划；3) 现有深远海示范性项目有阶段性进展，如取得核准等。

本周重要行业事件：

光储风：河北省启动30GW风光项目竞配；阿特斯控股股东（CSIQ）发布23Q4业绩及24Q1/FY展望（超预期）；奥特维发布OBB量产焊接工艺；通威金堂、眉山TOPCon技改项目先后出片（比计划时间大幅提前）；青洲五、六、七海上风电项目海缆集中送出工程项目获批前公示。

电网：山西推进农村电网巩固提升工程；陕北—安徽±800千伏特高压直流输电工程开工；《农村电网巩固提升工程中央预算内投资项目验收指南》印发；福建放宽配电网建设投资效率约束。

氢能&燃料电池：华电25兆瓦离网储能制氢项目即将投入试生产；国内首个2吨级、三一绿电制氢加氢一体站建设完成；中能建签约马来西亚200MW绿氢一体化项目；隆基氢能国内最大单体电解槽发货。

投资建议与估值：详见报告正文各子行业观点详情。

风险提示：政策调整、执行效果低于预期风险；产业链价格竞争激烈程度超预期风险。



子行业周观点详情

- **光伏&储能：**相比于产品价格，我们更因关注产业链“测算盈利”的变化趋势，综合考虑成本端变化，电池/组件、玻璃、胶膜均已在盈利改善趋势中；年度策略“强 α 组合”中的阿特斯、奥特维近期已先后以超预期的基本面表现开始验证 α 属性，建议重点关注，继续坚定看好新能源板块反弹的持续性及空间。
- 伴随春节之后光伏产业链组件端的排产拉升带来的“量增”，市场高度关注何时能够迎来产业链的“涨价”，然而，除了胶膜环节受 EVA 粒子原材料涨价和订单环比高增拉动，实现了较明显的涨幅外，其他环节（如电池片/组件）虽然企业提价意愿积极，但截至目前价格上涨落地情况暂不显著。对此，部分市场观点认为产业链价格表现不及预期，怀疑需求及景气度复苏的强度及持续性，而我们认为，相比产品价格，我们更应关注的是在上下游价格变动的过程中，各环节“测算盈利”的变化趋势情况。
- **电池组件：**受益硅片/硅料价格松动，实际盈利已开始修复。近期组件排产高涨，电池需求持续提升，大部分电池片企业仍在执行前期订单，组件企业报价分化，多家头部企业维持较高报价，但尚待下游接受，电池组件实际成交价格暂时持稳，但考虑到近期硅片库存高企、价格开始明显下跌，以及硅片减产预期下硅料价格也开始呈现松动迹象，电池组件环节的测算盈利水平实际上已经开始呈现修复趋势。
- **玻璃：**原材料降价和产品提价预期共驱盈利扩张。春节以来光伏玻璃库存持续下降，并逐渐接近合理区间偏低水平，短期内（4月订单）玻璃提价预期强烈，尽管预期提价幅度并不大，但考虑到近期原材料端纯碱价格持续下行、天然气逐步开始执行淡季价格，成本端的降幅对玻璃盈利扩张的贡献不容小觑。
- **胶膜：**尽管原材料粒子涨价是胶膜提价的重要驱动力之一，但在同等涨幅背景下，再考虑库存增值，胶膜的测算盈利同样呈现扩张趋势。
- 我们去年12月光伏年度策略中的投资建议中，明确给出了贯穿全年的“强 α 组合”策略（能够在2024年大部分同环节公司利润/新增订单负增长的背景下实现正增长的公司，和/或长期龙头地位和环节格局高度稳定的龙头公司），近期其中两家代表性公司：1) 阿特斯、2) 奥特维，先后以超预期的基本面表现开始验证这种 α 属性。
- **一、阿特斯控股股东（美股CSIQ本周发布23Q4业绩及24Q1/FY经营指引），多项指标呈现强势及超预期增长趋势。**
- 公司23Q4/24Q1E组件出货8.2（超出此前指引上限）/6.1~6.4GW，储能出货0.897/1GWh；2023/2024E组件出货30.7GW/42-47GW（增幅高于预期行业增速），储能系统出货1.9GWh/6-6.5GWh（同增215%以上）。
- 公司Q4毛利率12.5%（略低于此前指引，主要由于组件售价降低和库存减值），但预计24Q1E毛利率可达17%-19%（环比大幅提升，预计主要源于组件订单结构环比改善及储能贡献占比提升）。
- 截至1月31日，CSIQ旗下阿特斯储能科技储能项目储备达63GWh，较Q3末增长约20GWh；其中已签署合同的在手订单金额达26亿美元。
- 公司海外高盈利市场出货占比领先，2023年底已具备东南亚电池组件产能11GW、美国组件产能5GW（爬产中），同时率先布局美国TOPCon电池产能，2024年美国高盈利市场出货占比有望进一步提升，支撑公司组件盈利能力维持行业领先水平；同时大储系统订单快速增长，2024年望快速放量，进一步提升全年业绩增长的确定性。
- **二、奥特维：新增订单展望及产品线迭代、扩充逐步验证强 α 光伏设备公司属性，订单增长持续性进一步加强。**
- 截至2023Q3，公司新签订单90亿元，同比增长76%，我们预计全年新签订单有望达到130亿元，Q4新签订单金额有望超过40亿元，环比增速有望接近30%。同时预计2024年新签订单仍有160亿+，同比增速预计可达20%-30%，据此推算，公司24Q1新签订单同比仍有高速增长，在光伏行业融资收紧、资本开支放缓的大背景下，与绝大部分光伏设备企业Q1新签订单情况形成显著分化。
- 公司OBB串焊机进展迅速，平台化拓展顺利，23年新签订单中单晶炉、电池设备占比不断提升，技术迭代+扩品类逻辑顺畅：
- 1) 光伏串焊机：OBB串焊机有望从0到1实现渗透，OBB工艺运用在TOPCon工艺中，不仅可以实现降本增效，更可以实现产品的差异化，目前客户端进展顺利。OBB串焊机由于工艺难度大幅提升，无论是整台设备还是对原有设备改造较此前价值量均有较大幅度提升。3月14日晚，公司于官方公众号发布TOPCon OBB量产焊接工艺。公司的此项工艺不仅可以实现单瓦银耗的10%以上的降低，还能做到组件功率5W以上的提升。即便不考虑功率增益带来的产品溢价，组件企业也可实现一年多收回OBB设备投资，性价比凸显，预计客户大概率接受意愿较高，市场空间巨大。
- 2) 光伏单晶炉业务：低氧单晶炉产业化进展提速，根据23年公告披露，松瓷机电光伏单晶炉中标金额超30亿元，远超市场预期。同时公司发布第三代单晶炉，进一步满足TOPCon技术对低氧硅片的需求。
- 3) 半导体业务：公司目前在半导体领域持续扩张，相关子公司包括松瓷机电（硅片单晶炉等）、捷芯（硅片化学机械抛光机）、科芯技术（半导体键合机、装片机）、立朵科技（划片机）、光学应用（检测设备），后续有望充分



受益于半导体设备国产化进程，打开新的成长曲线。

- 后续行情判断与建议：把握贯穿全年策略的“强 α ”主线的时候，积极关注具备盈利预期上修弹性、以及边际改善显著的环节和标的。
- 1) 从基本面变化信号和催化剂的角度看，近期还将有 1-2 月出口数据、4 月排产、产业链价格复苏、Q1 盈利好于悲观预期等潜在催化，同时政策端也还有目前正处于修订或编制新版本中的《可再生能源法》、《分布式光伏管理办法》、《光伏制造业规范条件》等。
- 2) 我们此前提出过对 Q1 行情幅度的一种判断思路，即：假设需求预期上修幅度 20-25%，通常伴随盈利预期和估值同方向类似幅度的变动，叠加起来的股价涨幅可达到 70-100%，因此尽管我们把 Q1 行情定义为“预期修复行情”，但这种修复的幅度还是非常可观且值得参与的。目前看，如果不考虑春节前市场异常下跌时“挖坑”的跌幅，绝大部分标的距离实现这一涨幅仍有较大空间，且部分景气率先改善环节的盈利上修幅度和惯性存在超预期可能（如玻璃、高效电池片、N 型硅料）。
- 3) 目前看行业 Q1 的基本面情况，除了从数据角度持续验证我们此前的预判外（但显然超出市场此前大幅偏悲观的一致预期），近期宏观层面的多次积极表态，也将是驱动板块整体估值中枢上移和行情升级的重要因素。
- 4) 目前的推荐组合上，除了继续坚定把握我们年度策略的“强 α ”组合（能够在 2024 年大部分同环节公司利润/新增订单负增长的背景下实现正增长的公司，或/和 长期龙头地位和环节格局高度稳定的龙头公司）：阳光电源、阿特斯、奥特维、信义光能、福莱特、福斯特、通威股份等；同时建议关注率先实现盈利修复、边际改善显著、需求超预期背景下存在较好的盈利弹性的环节，如：玻璃、高效电池片、N 型硅料、支架 等。
- **电网**：24 年我们持续推荐电力设备板块四条具有结构性机会的投资主线：
 - 1) 电力设备出口：我国电力设备（智能电表、变压器、组合电器等）出口景气度上行趋势明显。随着“一带一路”、欧美地区电力基础设施建设、新能源接入、智能电网改造需求进一步提升。网内招标周期性明显，而海外市场前景广阔，部分电气设备处于大规模替换阶段，前期积极出海的龙头有望迎来一轮估值重塑。重点推荐：海兴电力、三星医疗、华明装备、金盘科技、思源电气，建议关注：许继电气、东方电子、威胜信息。
 - 2) 配网改造：《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》已印发，在国家部委层面首次以正式文件形式指导了配网建设，主要聚焦配网容量和智能化水平问题，定下了到 2025 年具备 5 亿千瓦左右分布式新能源、1200 万台左右充电桩接入能力的阶段性目标，以配网变压器和智能化改造为主线的配电侧有望迎来颠覆性改革。十四五前半段重心为主网建设，我们认为后半段配网投资有望边际向好，重点推荐：①配网变压器：三星医疗、望变电气、云路股份等；②配网智能化：东方电子、科林电气、国网信通、泽宇智能、国能日新等。
 - 3) 特高压线路：新增线路和柔直为两大主要催化。考虑到第二批风光大基地的外送需求强烈，仍存在多条线路缺口，十四五内存在规划 3 条以上新增线路的超预期空间。此外，24 年甘肃-浙江（陇电入浙）、蒙西-京津冀柔直方案确定性强，换流阀和晶闸管价值量将翻数倍，24 年后柔直线路有望形成新催化。重点推荐：平高电气，许继电气、大连电瓷、国电南瑞，建议关注：中国西电、派瑞股份。
 - 4) 电力市场化改革：23 年电改重磅政策密集出台，24 年政策力度有望持续加码。电改已进入明确指引期，将成为未来至少两年的主线，政策将推动行业进入第二增长曲线，后续更多相关细则政策有望形成新的催化。我们重点推荐：国能日新，建议关注：国网信通、安科瑞、恒实科技。
- **氢能与燃料电池**：十部委发文扩充氢能基础设施场景，产业化落地进程加速。十部委联合印发《绿色低碳转型产业指导目录（2024 年版）》，上层针对氢能的指导范围显著扩大，后续政策及补贴覆盖面也将扩充至可再生能源制氢、氢电耦合、氢气安全高效存储、加氢站、燃料电池运行维护，以及绿氢制柴油、航空煤油、乙醇、甲醇、氨等设施建设和运营等等，在上游产能高增背景下，同步解决中下游基础设施及消纳，推进全产业链产业化进程，当前吉电大安绿氢制绿氢项目、亿华通伊宁市绿氢项目均获得了中央财政支持，国家和政府财政直接支持的产业链环节有望增多。
 - 多个项目开启建设，中能建和吉电共 8 万吨绿氢项目确认投产日期。中能建吉林松原绿色氢氨醇一体化基地，一期规划建设年产 4.5 万吨绿氢、20 万吨绿色合成氨装置、2 万吨绿色甲醇装置，配套建设 800MW 新能源电场，将于年底前完成化工部分厂区各单元建筑主体结构及封闭，开始设备安装，明年完成联调绿色氢氨醇一体化项目，预计上半年制氢设备将迎招标，重点关注入选中能建供应商名录企业。吉电股份主导的大安制绿氢项目已经全面开工建设，规划年产绿氢 3.2 万吨、绿氨 18 万吨，计划 2024 年底投产，绿氢再迎大项目落地，展望今年绿氢项目将不断开启，并且吉林将重点实施“吉氢入海”工程，促进绿氢、绿氨等氨基绿色能源的消纳，“吉氢入沪”工程将率先开启。
 - 方向选择：重点布局制储相关设备企业。
 - 1) 绿氢生产由项目持续落地所带动，板块整体表现将取决于招标的持续性与绝对量，随着近一年来电解槽项目招标要求逐步提高，标的的首选具备进入大型项目供应商以及具备海外出货企业，重点看好电解槽相关设备端机会。
 - 2) 产业大发展下，中下游同步推广，看好加氢站建设带来的设备机会以及燃料电池核心零部件。



- **风电**：3月15日阳江市阳西县自然资源局发布青洲五、六、七海上风电项目海缆集中送出工程项目《建设工程规划许可证》的批前公示，深远海风进展释放积极信号，有望提振市场信心，关注深远海相关进展或将进一步提高行业估值：1) 深远海相关政策落地；2) 浙江、江苏等省份推动深远海规划；3) 现有深远海示范性项目有阶段性进展，如取得核准等。
- 本周大宗商品价格走低。2024年3月15日中厚板、圆钢、生铁、废钢、螺纹钢分别为3980元/吨、3800元/吨、4100元/吨、2580元/吨、3580元/吨，较3月8日变动幅度分别为-1.7%/-3.1%/0%/-2.6%/-5.0%。
- 行业新闻更新：1) 阳西县自然资源局发布阳江青洲五、六、七海上风电场海缆集中送出工程项目《建设工程规划许可证》的批前公示；2) 甘肃发改委发布2024年度省列重大建设项目清单，其中2024年计划新开能源项目31个，其中含风电项目7个，共计约2GW；3) 电气风电与青山实业成员企业签署印尼5MW纬达贝工业园区示范风电项目合同；4) 洛阳轴研与东方风电联合研发的世界首台25MW级风电主轴轴承及齿轮箱轴承成功下线，刷新全球风电轴承最大单机容量纪录；5) 金风科技预中标大唐200MW风电项目；6) 运达能源预中标中国电建100MW风电项目；7) 内蒙古能源集团7个风电EPC项目开标，共计5.6GW。
- 后续可重点关注数据及项目信息：1) 海风招标量；2) 青洲五七项目进展；3) 帆石一二项目进展；4) 深远海推进情况；5) 1Q24排产情况；6) 1Q24零部件价格谈判情况。
- “十四五”各省规划海风总新增规模为54GW，2021-2023年合计并网规模达27GW，2024-2025年累计新增规模将至少达27GW，海风装机边际提升高确定性。推荐关注：1) 深度受益于海风逻辑的塔筒环节与海缆环节，如泰胜风能、海力风电、东方电缆、中天科技等；2) 深度受益于出口逻辑的海风零部件环节和风机环节，如大金重工、东方电缆、中天科技、明阳智能、运达股份、金风科技等；3) 新技术新趋势：a) 随深远海发展，锚链需求随漂浮式风电应用释放，如亚星锚链；b) 大型化下，液压变桨将替代电变桨，如盘古智能；c) 大型化下，“以滑替滚”更具经济性，如崇德科技；4) 受益于风电持稳发展的零部件龙头，如新强联、金雷股份、日月股份等。
- 关注运营商环节：1) 双碳目标驱动下，“十四五”新能源装机高增高确定；2) 随国家可再生能源补贴资金下发，补贴加速到位；3) 随风光进入平价时代，运营商新能源项目IRR可维持较高水平。

推荐组合：

- **光伏**：阿特斯、阳光电源、通威股份、天合光能、晶澳科技、TCL中环、高测股份、双良节能、奥特维、捷佳伟创、晶科能源、隆基绿能、金晶科技、林洋能源、协鑫科技、金辰股份、迈为股份、昱能科技、信义储电、福斯特、信义光能、福莱特(A/H)、大全能源(A/美)、正泰电器、锦浪科技、固德威、禾迈股份、海优新材、新特能源、亚玛顿、信义能源。
- **储能**：阳光电源、盛弘股份、南都电源、上能电气、林洋能源、科陆电子、科士达、英维克、派能科技。
- **风电**：东方电缆、日月股份、明阳智能、金雷股份、金风科技、海力风电、大金重工、中际联合、中天科技、中材科技、运达股份、中广核新能源、三峡能源、龙源电力。
- **氢能**：富瑞特装、科威尔、华光环能、华电重工、昇辉科技、石化机械、亿利洁能、厚普股份、亿华通、国鸿氢能、京城股份、致远新能、蜀道装备。
- **电力设备与工控**：三星医疗、海兴电力、思源电气、金盘科技、国能日新、东方电子、国电南瑞、国网信通、安科瑞、望变电气、汇川技术、南网科技、四方股份、良信股份、麦格米特、宏发股份、许继电气。

产业链主要产品价格及数据变动情况及简评

光伏产业链

要点：<1>截至3月13日，本周二三线硅料企业P型价格下跌，硅片价格下跌，头部组件厂报价维持高位、成交区间持稳，光伏EVA树脂价格上涨。

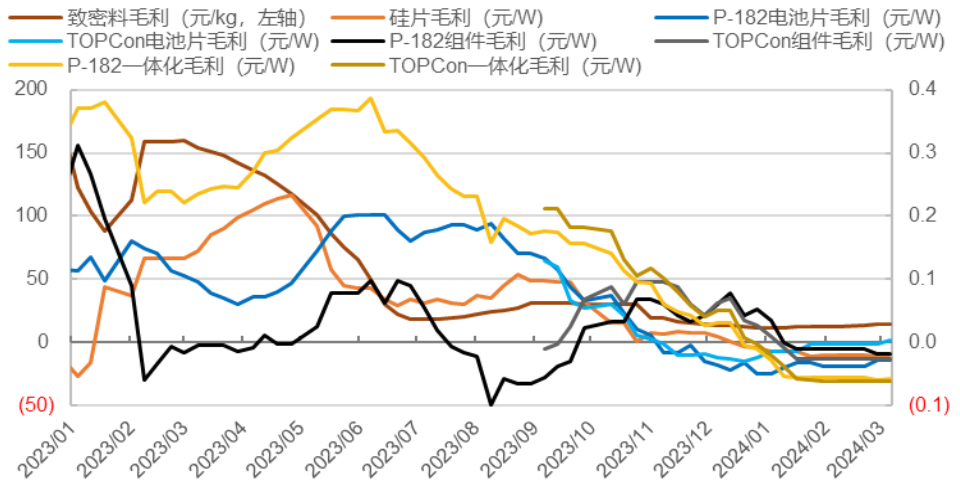
<2>驱动Q1预期修复的催化剂开始陆续兑现，我们继续坚定看好这轮“修复行情”的幅度和持续性，年内后续则还有围绕下一轮电池技术路线选择(24Q2-Q3)、对2025年需求增长预期形成后的估值切换(24H2)等大逻辑行情可期，建议重点布局α突出的环节/公司/主线。主产业链单位毛利趋势测算(测算值，实际因各家企业库存及技术水平不同有所差异，建议关注“变化趋势”为主)：

- 1) 硅料：测算致密料盈利下降至部分企业成本线，N型料价差拉大，头部企业有盈利优势；
- 2) 硅片：测算硅片成本倒挂，降价后盈利压力加剧；



- 3) 电池片：硅片价格下降带动电池片盈利修复，头部企业具有盈利优势；
- 4) 组件：组件环节盈利承压，测算大部分企业成本倒挂。

图表1：主产业链单位毛利趋势（测算，截至2024/3/6）

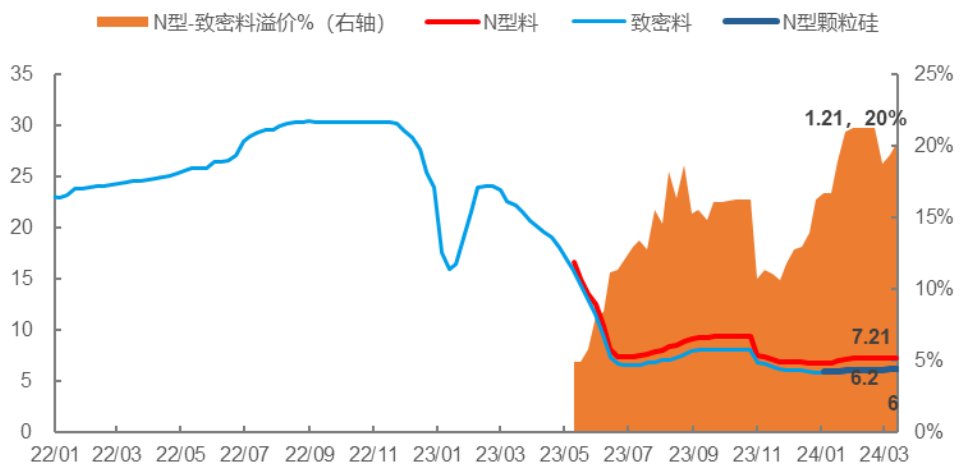


来源：硅业分会、PVInfoLink，国金证券研究所测算

注：单位毛利为测算值，实际因各家企业库存及技术水平不同有所差异，建议关注“变化趋势”为主

- 1) P型硅料价格松动：本周成交规模较小，大部分企业执行前期订单；下游硅片企业采购硅料放缓，部分二三线企业迫于压力适当调整价格，一线企业价格基本维持稳定，行业库存有所上升。

图表2：多晶硅料及工业硅价格（万元/吨）

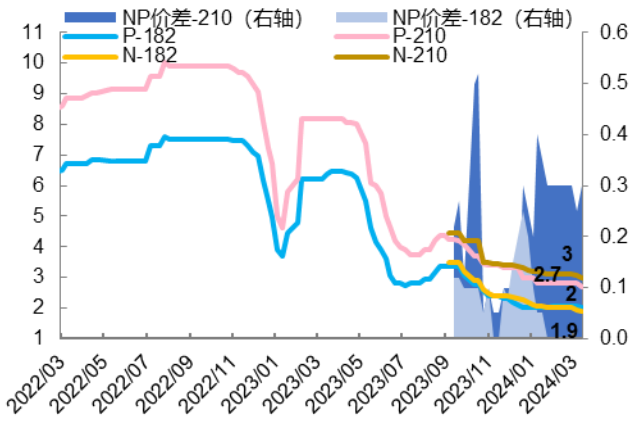


来源：PVInfoLink、硅业分会，国金证券研究所，截至2024-3-13

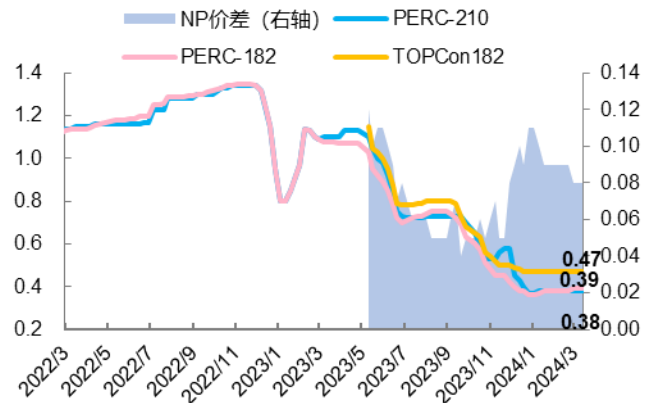
- 2) 硅片价格下跌：硅片厂家维持较高稼动水平，库存积累至33-35亿片，N-182硅片库存压力较大，多家企业降价排库，市场竞争激烈，部分企业开始酝酿减产。
- 3) 电池片价格持稳：组件排产维持高位、电池需求持续提升，目前电池片企业订单排产至月末；不分电池片企业尝试性调高报价，但硅片降价背景下组件企业仍尝试压价，当前价格持稳。



图表3: 硅片价格 (元/片)



图表4: 电池片价格 (元/W)

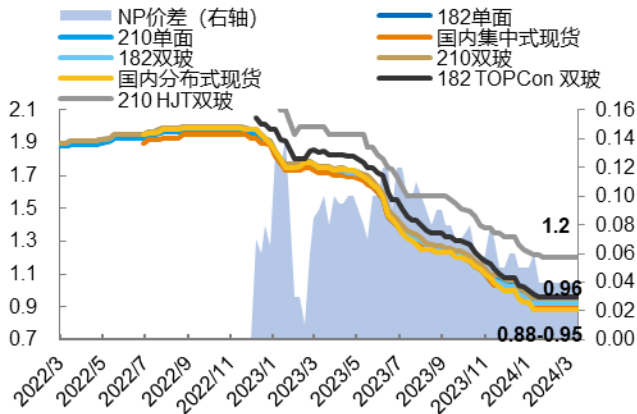


来源: PVInfoLink, 硅业分会, 国金证券研究所, 截至 2024-3-13

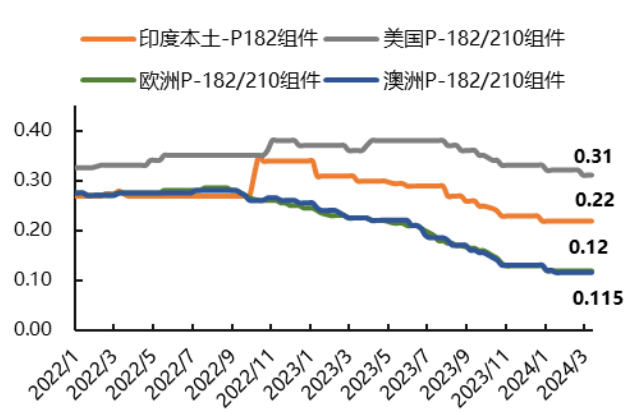
来源: PVInfoLink, 国金证券研究所, 截至 2024-3-13

4) 组件报价分化, 实际成交区间持稳: 组件企业报价分化, 多家头部企业维持较高报价, 但尚待下游接受, 目前仍存在部分企业低价竞争, 且各家仍有部分低价订单, 整体价格持稳。

图表5: 组件价格 (元/W)



图表6: 各区域组件价格 (USD/W)



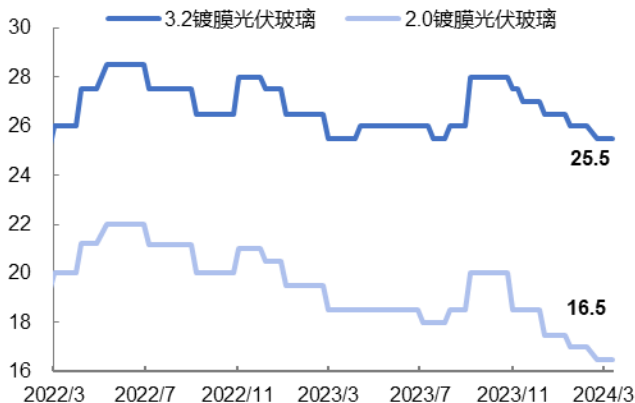
来源: PVInfoLink, 国金证券研究所, 截至 2024-3-13

来源: InfoLink, 国金证券研究所, 截至 2024-3-13

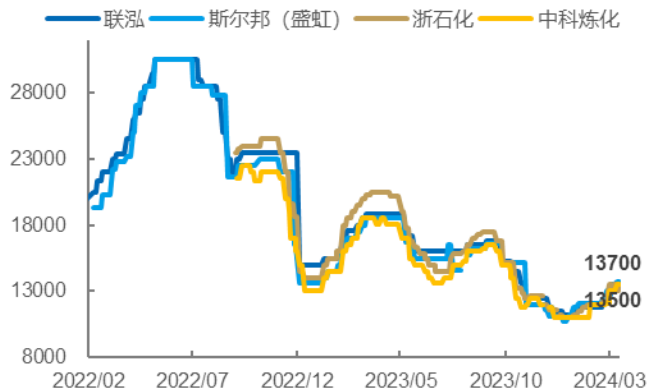
5) 光伏玻璃成交重心上升, 存涨价预期: 4月组件排产有继续提升预期, 部分头部厂家适量备货, 玻璃库存持续下降, 部分降幅明显, 存推涨心理; 低价货源减少, 成交重心上升, 企业利润稍有修复。

6) EVA 树脂报价上涨: 粒子企业检修较多, 出厂价继续上调, 但非光伏需求偏弱, 部分贸易商让利成交; 3月胶膜价格上涨约 10%传导成本, 目前维持较高开工, 未来价格走势取决于组件排产。

图表7: 光伏玻璃价格 (元/平)



图表8: 光伏 EVA 树脂报价 (元/吨)



来源: PVInfoLink, 国金证券研究所, 截至 2024-3-13

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所, 截至 2024-3-15



风险提示

政策调整、执行效果低于预期:虽然风光发电已逐步实现平价上网,能源转型及双碳目标任务仍然高度依赖政策指引,若相关政策的出台、执行效果低于预期,可能会影响相关产业链的发展。

产业链价格竞争激烈程度超预期:在明确的双碳目标背景下,新能源行业的产能扩张明显加速,并出现跨界资本大量进入的迹象,可能导致部分环节因产能过剩程度超预期而出现阶段性竞争格局和盈利能力恶化的风险。



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。

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究