



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

强终端需求与盈利修复共驱 4 月排产续升，大储景气高企

子行业周度核心观点：

光伏&储能：光伏出口数据同环比增长强势程度超预期，持续验证海外需求强度及健康库存水平；近期电池组件价稳，而成本端硅片续跌（硅料亦开始松动）；强势终端需求与组件持续修复的测算盈利水平，大概率将驱动 4 月组件排产在 3 月约 55GW 的基础上再提升，从而进一步推升全年需求信心及部分供需偏紧环节（如玻璃、高效 N 型电池）的盈利预期；年初以来国内外大储景气高企，国内大储市场有望迎来竞争格局改善和头部企业的量利齐升。

电网：本周出口数据出炉，我们坚定看好电力设备出海链景气的持续性。1-2 月我们统计的 13 项重点电力设备合计累计同比增速达到 13%，其中高压开关、电表、和变压器增速仍保持最快，分别同比增长 40%、31%、24%。三类环节对应的：高压开关——思源电气；电表——海兴电力、三星医疗；变压器——金盘科技、华明装备。

氢能&燃料电池：能源局编制加快推动氢能产业高质量发展政策，绿氢与储运方向有望先发受益；FCV 上险量季节性波动，产销同比持续高增，看好燃料电池核心零部件板块后续受益催化。

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：1-2 月光伏产品出口数据发布（超预期）；发改委发布《全额保障性收购可再生能源电量监管办法》；国家能源局印发《2024 年能源工作指导意见》；上海启动 5.8GW 海风竞配（配储不低于 20%×2h）；阿特斯 PCS 储能变流系统正式量产；奥特维设立马来西亚子公司；隆基绿能拟发布硅片新产品。

电网：能源局印发《2024 年能源工作指导意见》、《配电网安全风险管控重点行动工作方案》；国家电网有限公司 2024 年产业工作会议召开。

氢能&燃料电池：国富氢能向港交所递交主板上市申请；发改委公示 8 大低碳先进氢能项目，绿氢产能超 14 万吨；中石化正式发布我国首个制加氢一体站团标；中国石油首个可再生能源制氢项目投产，年产氢能力可达 2100 吨。

投资建议与估值：详见报告正文各子行业观点详情。

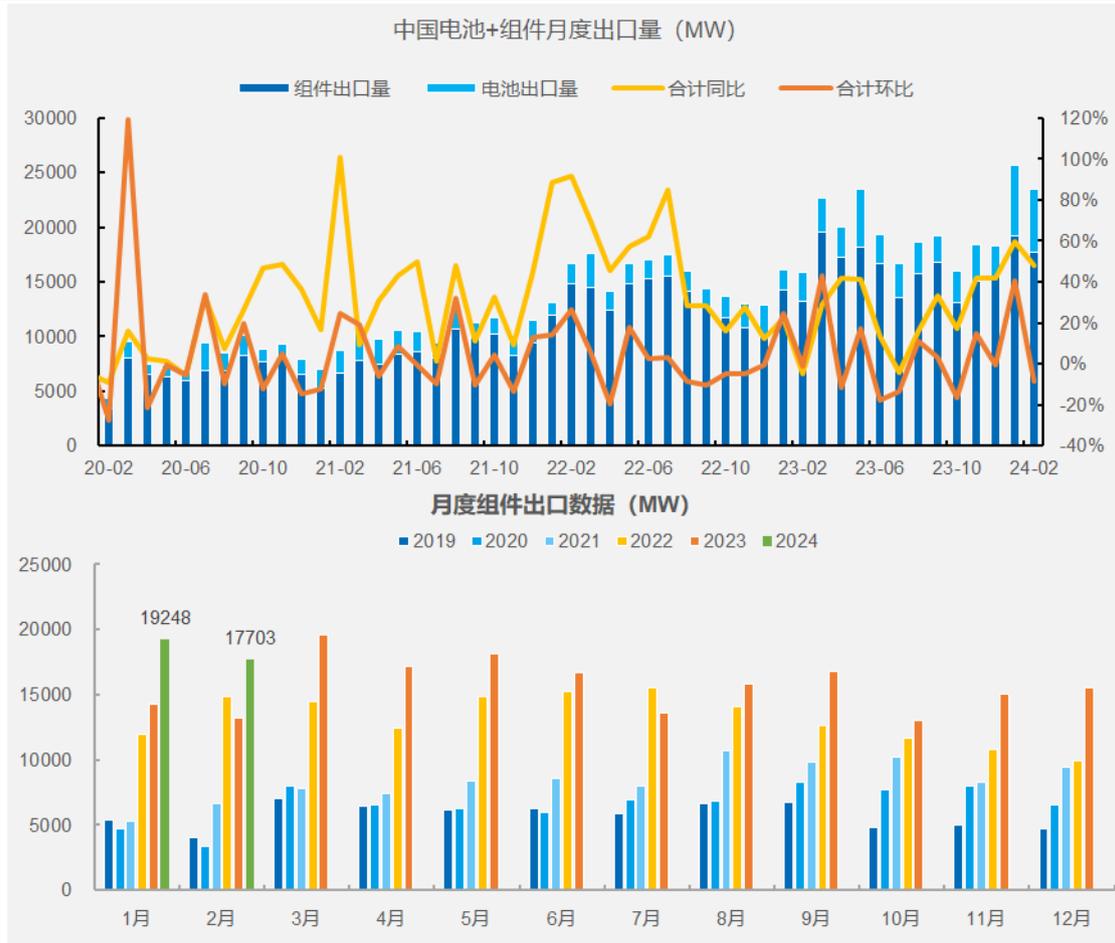
风险提示：政策调整、执行效果低于预期风险；产业链价格竞争激烈程度超预期风险。



子行业周观点详情

- **光伏&储能**：光伏出口数据同环比增长强势程度超预期，持续验证海外需求强度及健康库存水平；近期电池组件价格稳，而成本端硅片续跌（硅料亦开始松动）；强势终端需求与组件持续修复的测算盈利水平，大概率将驱动4月组件排产在3月约55GW的基础上再提升，从而进一步推升全年需求信心及部分供需偏紧环节（如玻璃、高效N型电池）的盈利预期；年初以来国内外大储景气高企，国内大储市场有望迎来竞争格局改善和头部企业的量利齐升。
- 一、我们在1月下旬提出原创的“产装比”指标，基于组件端排产情况，预测1-2月国内装机与组件出口有望实现同环比强势增长，继前期国网口径1月装机数据超预期之后，本周海关总署公布的1-2月光伏电池组件出口情况再次超预期，验证我们此前预测方法有效性的同时，再次提振市场对海外终端需求及库存消化情况的信心。
- 1-2月光伏电池组件合计出口49.1GW，同比+54%，月均出口量环比去年12月+34%，超预期，其中印度、欧洲、中东地区显著增长。其中：
- 1-2月组件出口36.9GW，同比+35%，月均出口量环比12月+19%。地区分布看，欧洲、印度、中东、巴西组件出口量显著增长，其中对欧洲十国组件出口11.4GW，月均出口量环比12月增长41%，欧洲库存持续消化，经济性支撑下厂家下单积极性提升。
- 1-2月电池片出口12.1GW，同比+172%，月均出口量环比12月+123%。印度仍为最大的电池片出口目的地，土耳其、柬埔寨出口量较大，印尼出口量显著增长。

图表1：2024年1-2月光伏电池组件出口量同环比增长强势



来源：海关总署，盖锡咨询，国金证券研究所

- 二、产业链价格方面，本周硅片延续跌价趋势，硅料价格呈现松动迹象，电池组件（尤其是N型）价格持稳，实际成交价格重心略有上移，电池组件环节测算盈利继续呈现修复趋势，有望驱动4月组件排产在3月约55GW的基础上进一步提升。
- 硅料：本周市场订单疲软，硅片高库存及持续跌价背景下，采购硅料放缓，硅料库存也开始逐渐累积，叠加上游工业硅成本下行，预计硅料价格将有所松动。



- 硅片：库存压力较大，企业为降低库存竞价出货，价格持续下跌，部分二线企业开始减产，但降库惯性或令短期内硅片价格延续弱势。
- 电池片：报价整体持稳，P型实际成交重心略有下降，N型电池库存低位、价格持稳。
- 组件：组件需求攀升，整体库存降低，但订单持续分化，头部企业订单饱满，将结合成本变化及终端提价进展灵活调整排产节奏，二三线企业订单匮乏，亏损严重的低价订单执行能力减弱。
- 三、年初以来国内外大储市场维持高景气，在电网灵活性需求渐增及电力市场化等相关政策引导的趋势下，国内大储市场有望迎来竞争格局改善和头部企业的量利齐升。
- 近日伍德麦肯兹发布美国 2023 年 Q4 储能装机报告，四季度美国实现储能装机 4GW/12.3GWh（基本全部为大储），同比+312%/+300%，环比+101%/+99%。2023 年全年美国实现储能装机 8.7GW/26.0GWh，同比+91%/+89%，其中大储 7.9GW/24.0GWh，同比+99%/+101%。
- 4Q23 美国大储市场表现亮眼，创下单季度装机新高，其中加州和德州装机占比达到 77%。我们此前在储能年度策略报告中预计 2024 年美国大储有望在上游原材料价格见底、利率见顶向下的背景下，实现 38GWh（同比+81%）的装机规模，Q4 美国大储装机充分验证行业景气度趋势，同时 EIA 发布的 1 月美国公用事业光储装机数据（同比+87%/+123%）也验证这一趋势。
- 国内方面，尽管风光电站“强制”配储的合理性与有效性一直以来备受质疑，但随着光伏风电建设成本持续下降、风光发电量占比提升带来的电网灵活性资源需求增长，各地区在对光伏、风电建设指标进行竞争性配置的过程中，配储相关要求仍然是最重要的考虑因素之一，且配储比例整体呈现上升趋势。
- 此前国内大储市场痛点突出，即“风光电站业主选购的储能系统产品质量参差不齐、电网调度积极性弱、大储市场竞争格局混乱（劣币驱逐良币）”之间的恶性循环。但随着风光装机及其发电量占比的持续快速提升，弃光/弃风压力渐升，电网对储能系统的真实调度需求逐渐显现，结合政策端配套（今年 2 月 27 日发改委、能源局联合印发《关于加强电网调峰储能和智能化调度能力建设的指导意见》），国内大储市场有望迎来期待已久的竞争格局改善和优质产品/企业盈利能力的提升。
- 建议重视目前相关标的低位布局机会，重点推荐：阳光电源、阿特斯、盛弘股份、宁德时代 等。
- 四、后续行情判断与建议：潜在催化及超预期因素仍丰富，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) 从后续基本面变化信号和催化剂的角度看，4 月排产、产业链价格/盈利复苏趋势有望持续超预期，并有望将全年组件需求预期进一步推高至 700GW 以上；同时，在市场对 Q1 产业链盈利普遍悲观的预期下，部分优质龙头的 α 属性有望在一季报期间脱颖而出；此外，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) 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。
- 3) 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：本周出口数据出炉，1-2 月核心电力设备累计金额同比增速达到 13%，高压开关、电表、和变压器增速最快。我们统计了 13 项重点的产品：包括 1) 电线电缆、2) 低压开关、3) 成套设备、4) 变压器、5) 电容器、6) 高压开关、7) 继电器、8) 断路器、9) 电表、10) 绝缘子、11) 互感器、12) 熔断器、13) 避雷器。除了绝缘子和继电器同比略有下降外，其他重点电力设备产品均有增长，其中高压开关、电表、和变压器增速最快，分别同比增长 40%、31%、24%。（推荐标的：电表——三星医疗，关注：海兴电力）。



图表2：24年1-2月，13项核心电力设备累计同比增速达到13%，高压开关、电表、和变压器增速最快（亿美元）

产品名称	2023年1&2月出口金额	2024年1&2月出口金额	2024年1&2月同比增速
电线电缆	51.74	60.66	17%
低压开关	47.16	50.00	6%
成套设备	30.50	34.28	12%
变压器	10.53	13.08	24%
电容器	11.53	12.44	8%
高压开关	6.83	9.57	40%
继电器	4.34	4.31	-1%
断路器	3.87	4.18	8%
电表	2.70	3.55	31%
绝缘子	1.66	1.58	-5%
互感器	1.13	1.18	4%
熔断器	0.93	1.09	17%
避雷器	0.24	0.25	2%
合计	173.16	196.17	13%

来源：海关总署、国金证券研究所

- 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：三星医疗，建议关注：海兴电力、华明装备、金盘科技、思源电气、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：三星医疗，建议关注：①配网变压器：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。建议关注：平高电气，许继电气、大连电瓷、国电南瑞、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。建议关注：国能日新、国网信通、安科瑞、恒实科技。
- 氢能与燃料电池：能源局编制加快氢能产业高质量发展政策，绿氢与储运方向有望先发受益。国家能源局印发《2024年能源工作指导意见》，其中提出：编制加快推动氢能产业高质量发展的相关政策，有序推进氢能技术创新与产业发展，稳步开展氢能试点示范，重点发展可再生能源制氢，拓展氢能应用场景。高质量发展与两会提及新型氢能呼应，氢能产业上游率先受益。无论是新能源红线放开还是地方政府针对外送电、大基地制氢的补偿，根源在于：1、降低绿氢生产中的大头可再生能源电价成本；2、对外送出口材料进行绿色溯源跟踪。新型氢能旨在能源体系中氢能占比提升，争取形成优势产业链，应对海外碳足迹追踪，绿氢与储运是作为国家重点方针的导向，本轮催化有望先发受益。
- FCV上险量季节性波动，产销同比持续高增。FCV 2月装机量/装车量为7.28MW/54辆，同比-33.8%/-57.48%，1-2月累计装机量/装车量为42.35MW/404辆。FCV上险量呈现季节性波动，一季度通常为淡季，由于统计口径差异，2月单月/累计产销量同比增长187%、370%，产销同比持续高增，预计后续将反馈至上险数据内。
- 2024年1-3月，已公开招标电解槽的绿氢项目共3个，合计电解槽招标量达67MW。2023年全年已公开招标电解槽的绿氢项目共19个，合计电解槽招标量达1882MW。从绿氢项目开工及EPC招标情况看，目前共有18.07万吨绿氢项目已开工，546,390Nm³/h、近735套电解槽将陆续迎来招标。
- 从制氢项目电解槽企业中标份额看，派瑞氢能/隆基氢能/阳光电源位列前三，占比16%/14%/13%；已开标项目的电解槽大多为碱性，入选和第一中标候选人的碱性电解槽价格平均/中位数分别为789.59/700万元/套和733.75/699.86万元/套；PEM电解槽价格平均/中位数均分别为726.49/714.38万元/套。
- 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。
- 本周大宗商品价格微降。2024年3月22日中厚板、圆钢、生铁、废钢、螺纹钢分别为3944元/吨、3750元/吨、4100元/吨、2470元/吨、3600元/吨，较3月15日变动幅度分别为-0.9%/-1.32%/0%/-4.3%/+0.6%。
- 行业新闻更新：1) 上海市发布5.8GW海风竞配方案；2) 中国华能发布12个共计2.39GW风电机组招标项目；3) 浙江舟山发布400MW海上风电竞配公告；4) 内蒙古自治区人民政府与明阳集团战略合作；5) 金风科技与越南XCE Energy建立战略合作伙伴关系；6) 中车株洲所预中标中国华电200MW风电项目。
- 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。
- 3月20日，东方电缆发布2023年年报。公司2023年实现营收73.1亿元，同比增长4.3%；实现归母净利润10.0亿元，同比增长18.8%。其中，Q4实现营收19.6亿元，同比增长45.8%；实现归母净利润1.78亿元，同比增长68.6%。海缆业务量利双增，表现亮眼：2023年受益于海风行业需求高增长，公司海缆系统实现收入27.66亿元，同比增长23.47%，毛利率49.14%，同比+5.87pct，主要是高毛利产品占比提升所致。截至2024年3月15日，公司在手订单78.60亿元，较Q3末增长7.6亿元，其中海缆系统31.60亿元，陆缆系统37.50亿元，海洋工程9.50亿元，分别环比-12.5%、+51.2%、-5.9%。同时，受益于各业务的良好运行，公司经营活动现金流持续改善，2023年经营活动现金流净额11.9亿元，同比增长83.93%。
- 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，如东方电缆等；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；c) 大型化下，“以滑替滚”更具经济性；4) 受益于风电持稳发展的零部件龙头，如日月股份等。
- 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**：推荐：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、昱能科技、福斯特、迈为股份、信义光能、福莱特(A/H)、海优新材、信义能源，建议关注：协鑫科技、金辰股份、信义储电、大全能源(A/美)、正泰电器、锦浪科技、固德威、禾迈股份、新特能源、亚玛顿。
- **储能**：推荐：阳光电源、盛弘股份、林洋能源、科士达，建议关注：南都电源、上能电气、科陆电子、英维克、派能科技。
- **风电**：推荐：东方电缆、日月股份、海力风电，建议关注：明阳智能、金雷股份、金风科技、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**：推荐：富瑞特装、科威尔，建议关注：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**：推荐：三星医疗，建议关注：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20日，本周硅片及P型电池片价格下跌，其余环节价格持稳，组件订单持续分化。近期上游库存累积导致价格松动，有望驱动电池/组件盈利修复，进而推动4月组件排产维持强势。

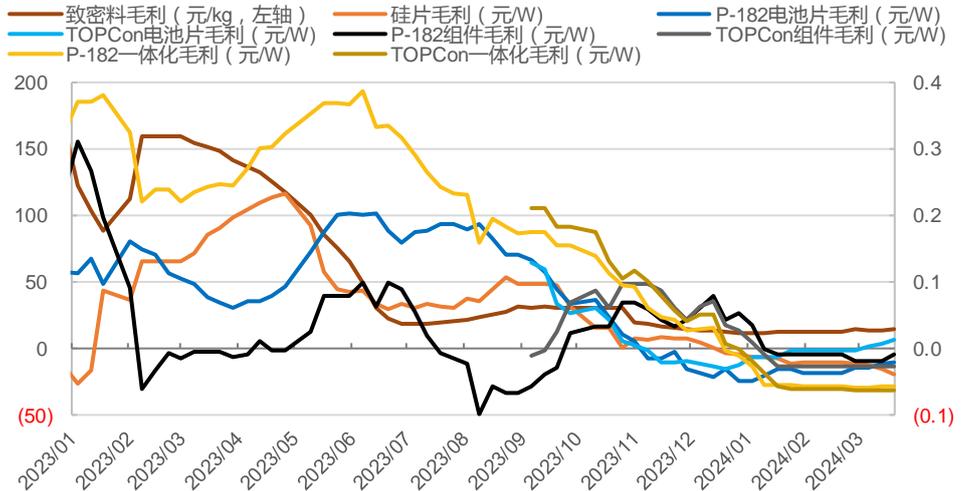
<2>驱动Q1预期修复的催化剂开始陆续兑现，我们继续坚定看好这轮“修复行情”的幅度和持续性，年内后续则还有围绕下一轮电池技术路线选择(24Q2-Q3)、对2025年需求增长预期形成后的估值切换(24H2)等大逻辑行情可期，建议重点布局α突出的环节/公司/主线。主产业链单位毛利趋势测算(测算值，实际因各家企业库存及技术水平不同



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3：主产业链单位毛利趋势（测算，截至2024/3/20）

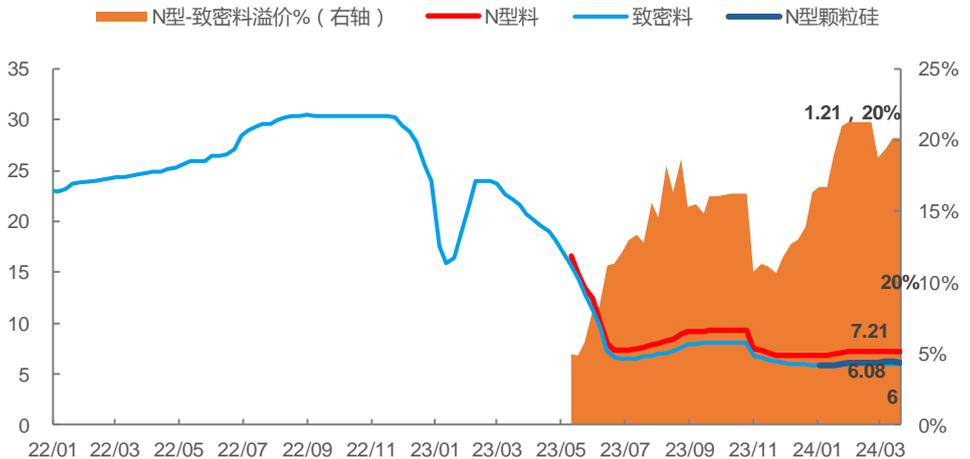


来源：硅业分会、PVInfoLink，国金证券研究所测算

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) 硅料价格持稳：本周市场订单疲软，下游硅片厂硅料采购放缓、普遍压价，硅料库存逐渐累积，N型料库存开始增长；个别二三线企业报价水平已开始下滑，预计硅料价格将有所松动。

图表4：多晶硅料及工业硅价格（万元/吨）

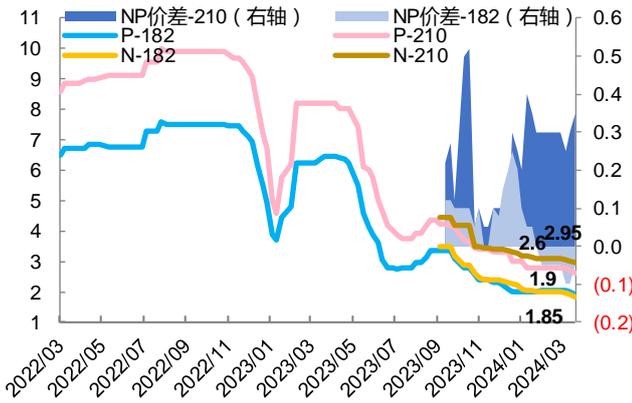


来源：PVInfoLink、硅业分会，国金证券研究所，截至2024-3-20

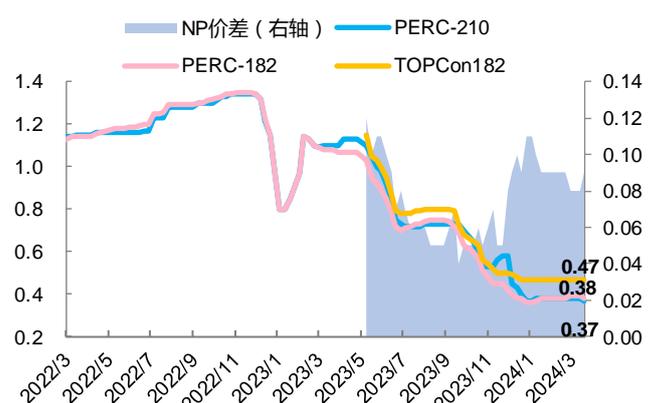
- 2) 硅片价格下跌：硅片库存已累积至40亿片以上，价格持续下跌；头部企业生产稳定，部分二线企业开始减产，考虑硅片排产调整需要的时间周期，预计短期价格维持低迷走势。
- 3) P型电池片价格下跌：P型需求继续走弱，库存压力加大，价格下跌；N型电池需求旺盛、库存低位，部分电池厂发货紧张，价格持稳。



图表5: 硅片价格 (元/片)



图表6: 电池片价格 (元/W)

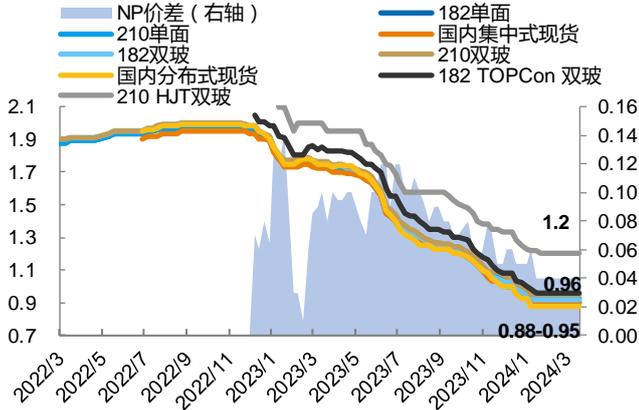


来源: PVInfoLink, 硅业分会, 国金证券研究所, 截至 2024-3-20

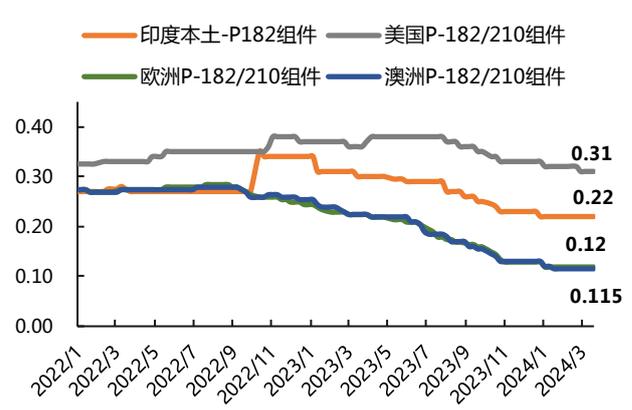
来源: PVInfoLink, 国金证券研究所, 截至 2024-3-20

4) 组件成交价持稳, 订单分化: 组件需求攀升, 整体库存降低, 但订单持续分化, 头部企业订单相对稳定, 调涨报价1-2分, 尚待下游接受; 二三线企业订单匮乏, 低价订单成本压力较大难以持续。

图表7: 组件价格 (元/W)



图表8: 各区域组件价格 (USD/W)



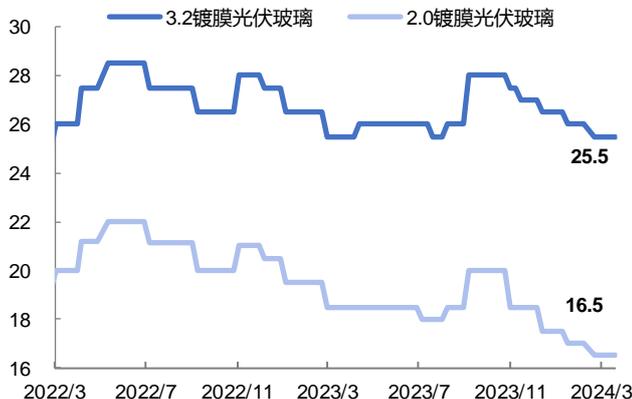
来源: PVInfoLink, 国金证券研究所, 截至 2024-3-20

来源: InfoLink, 国金证券研究所, 截至 2024-3-20

5) 光伏玻璃库存持续下降, 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, 需求支撑较强, 玻璃库存持续下降, 存推涨心理; 当前低价货源减少, 企业利润有所好转。

6) EVA 树脂价格持稳: 粒子非光伏需求偏弱, 光伏料供给有一定提升, 本周价格持稳; 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9: 光伏玻璃价格 (元/平)



图表10: 光伏 EVA 树脂报价 (元/吨)



来源: PVInfoLink, 国金证券研究所, 截至 2024-3-20

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所, 截至 2024-3-22



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