



# 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

## 光伏 3 月出口强劲，关注季报后 $\beta$ 修复，电力设备业绩订单续催化

### 子行业周度核心观点：

**光伏&储能：**美国对东南亚关税政策进入变动时间窗口，壁垒利润有望长期维持，利好赴美组件厂及东南亚辅材产能；光伏产品 3 月出口强势环增，持续验证海外库存消化及需求持续性；市场交易逻辑聚焦一季报致板块近期走弱，关注一季报完毕前后，伴随 5 月排产提升、产能出清提速的板块 $\beta$ 修复行情。

**电网：**继上周四家电网板块核心公司公布业绩（中国西电、许继电气超预期），本周海兴电力年报、华明装备一季报披露，前者实现归母净利润 9.8 亿元，同比+48%，大超市场预期（此前预期普遍在 8-8.5 亿元），叠加三星医疗中标了希腊电力局首单欧洲配网业务，智能电表出海持续大涨。23 年起电网行业海内外需求持续共振，24 年为业绩集中验证关键大年，我们看好后续订单持续增长与存在超预期空间。

**氢能与燃料电池：**又一城市免除高速路费，燃料电池汽车再迎政策驱动，全年预期向好确定性不断增强，重点关注核心零部件企业；中石化打造京沪氢走廊，长距离跨省公路示范有望逐步铺开，为燃料电池汽车的放量提供坚实基础。

**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：**海关总署公布 3 月光伏产品出口数据，组件、逆变器环比增长强劲；人民日报就上周能源局印发的《关于促进新型储能并网和调度运用的通知》发布报道；隆基绿能公告股东 HHLR（高瓴旗下）拟购回全部前期减持股份。

**电网：**全社会用电量一季度同比增长 9.8%、3 月份同比增长 7.4%。

**氢能与燃料电池：**内蒙古发布全国首个省级绿氢产业安全管理办法；708 所发布 2 型全球最大舱容液化氢运输船；北京启动 2024 年度氢车示范应用申报，共 1310 辆车；连跨六省市，中石化打造京沪氢走廊；中国天楹风光储氢氨醇一体化项目开工，年产绿氢 15 万吨。

**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：**美国对东南亚关税政策进入变动时间窗口，壁垒利润有望长期维持，利好赴美组件厂及东南亚辅材产能；光伏产品3月出口强势环增，持续验证海外库存消化及需求持续性；市场交易逻辑聚焦一季报致板块近期走弱，关注一季报完毕前后，伴随5月排产提升、产能出清提速的板块β修复行情。
- 一、美国对东南亚关税政策风云再起，壁垒利润或长期存在，利好率先赴美设厂企业及海外辅材产能。
- 据路透社4月17日报道，拜登政府正考虑批准韩国光伏企业韩华 Qcells 的请求，撤销对东南亚输美的双面晶硅光伏组件的关税豁免政策。
- 目前美国对东南亚光伏产能输美正在实施的主要是三个政策：1) 201 关税 14.5% (双面组件豁免)；2) 有规避双反税嫌疑的东南亚中国企业产能，在反规避调查阶段豁免两年潜在双反税 (今年6月到期)；3) 每年有 5GW 电池片配额可免征 201 关税。
- 关于美国制定光伏贸易政策的逻辑，我们此前多次讨论，这里再做一个梳理：1) 美国需要低成本的光伏产品，一方面用于实现其能源转型与气候目标，更重要的另一方面是，用于维持美国国内位于产业链下游电站开发建设环节的大量高薪就业岗位；2) 美国需要摆脱对中国光伏产品的超高度依赖，并建立一定规模的本土制造产能；3) 本次韩华 Qcells 是重要的在美投资光伏制造产能的非中国企业，因此政策制定或需要考虑此类企业的诉求；4) 美国光伏行业协会 (SEIA) 的立场，需要在装机规模增长和建立制造业的诉求之间寻求平衡，因此此前主张增加可免税进口的电池片配额，以帮助在美设立的组件封装厂实现具有竞争力的生产成本。
- 截至目前，美国政府尚未就韩华 Qcells 的请求给出决策，考虑到上述政策制定逻辑和即将在今年6月到期的东南亚中国产能“反规避豁免”政策，我们预计美国对东南亚光伏产能的政策，或确实正在进入一个可能发生变动的窗口。
- 我们认为，美国对华、对东南亚的贸易壁垒或长期存在，甚至持续加高，并对产业链产生如下影响：1) 在政策发生变动之前，可能会引发一定规模的抢运 (但考虑到此前美国曾追溯征收关税，预计这种抢运规模不会太大)；2) 贸易壁垒的持续加高，或将利好率先赴美设厂的中国光伏企业，以及在海外拥有玻璃、胶膜、边框等核心辅材产能的中国企业。
- 二、电池组件逆变器3月出口强势环增，持续验证海外库存消化及需求持续性。
- 近日海关总署公布我国3月光伏产品出口情况。
- 电池组件3月合计出口 27GW，同比+19.4%，环比1-2月均值+10.1%；其中组件/电池分别出口 22.9/4.1GW，同比+16.9%/+35.6%，环比1-2月均值+24.0%/-32.1%，电池片出口的环比下降，或由于印度作为最大电池片出口方向国，在4月1日政策变动前的最后一个月以组件形式出口为主。电池组件 Q1 累计出口 76GW，同比+39.7%，剔除印度 (存在政策变动预期下的抢运) 后同比+22.3%，海外库存消化及需求增长进一步确认。
- 地区分布看，3月印度抢运组件出口量维持较高水平，巴基斯坦、沙特等中东地区组件出口量显著增长；3月欧洲十国组件出口 9.1GW，占比 40%，同比-10%，环比1-2月均值+59%，欧洲库存消化进一步确认，经济性支撑下厂家下单积极性提升。
- 逆变器方面，3月出口金额 43 亿元，同比-46%，环比+34%，荷兰、巴西回暖，印度维持高增，同样进一步确认海外库存消化和需求增长的持续性。
- 分出口地区看，欧洲需求回暖迹象明显。欧洲 (EU27+英国) 3月出口 17 亿元，同比-67%，相较1月+11%，环比+38%；其中，荷兰3月出口 7.9 亿元，同比-72%，较1月+46%，环比+57%。
- 分省份看，广东 (华为、古瑞瓦特) 3月出口 14.2 亿元，同比-56%、环比+17%；浙江 (锦浪、德业、禾迈、昱能) 3月出口 9.5 亿元，同比-43%、环比+28%；安徽 (阳光) 3月出口 8.2 亿元，同比-27%、环比+37%；江苏 (国德威、爱士惟) 3月出口 5.6 亿元，同比-38%、环比+50%。
- 三、市场交易逻辑聚焦一季报致板块近期走弱，关注一季报完毕前后伴随5月排产提升的板块β修复。
- 近两周板块股价的走弱/分化，我们认为主要原因为市场近期交易逻辑聚焦 Q1 业绩，而光伏主产业链企业 Q1 业绩普遍承压 (尽管很大程度上已经预期)。在近期硅料价格以跳水之势快速赶底之后，我们预计终端观望需求释放和产业链价格博弈减弱将共同驱动5月及后续组件端排产提升，同时以硅料产能检修/关停为强信号的过剩产能出清也将加速，伴随一季报业绩风险释放完毕，板块有望迎来一轮β修复行情。
- 展望后续，除全年组件产量预期仍有望进一步向 700GW 以上上修外，我们预计产业链绝大部分环节 Q2 盈利能力将开始呈现环比改善趋势 (典型如玻璃：预计 Q2 价格环升+成本环降+销量环增)；此外，我们预计后续“落后产能关停”相关事件发生的频率将显著提高，从而加深市场对“出清”进程的认知，并逐步吸引部分左侧资金入场布局；今年以来宏观层面的多次积极表态和密集配套政策 (如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》，近期持续出台的围绕储能调度的各类规范政策等)，也将对



板块情绪和估值中枢起到有效的支撑作用。

- 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：23年国内外需求共振，24年业绩验证超预期可期。**继上周四家电网板块核心公司公布业绩后（其中两家超市场预期），本周海兴电力、华明装备年报披露，前者实现归母净利润9.8亿元，同比+48%，大超市场预期（此前预期普遍在8-8.5亿元），叠加三星医疗中标希腊首单配网业务，智能电表出海持续大涨。23年起电网行业海内外需求持续共振，24年为业绩集中验证关键大年，我们看好后续订单持续增长与存在超预期空间。
- 回顾2023年，网内、网外、海外需求均快速发展：1)网内：特高压第三轮高峰启动元年，同时由于新能源等驱动，主网建设加速显著，特高压项目和输变电项目招标415亿元和689亿元，分别同比增长1080%和30%，头部电力设备企业深度受益，订单显著增长。2)网外：新能源装机、轨交、五大六小发电集团、核电等网外电力设备需求放量；3)海外：以变压器、智能电表、高压开关为代表的核心出海产品，23年出口金额涨幅均超过20%。
- 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——①逻辑：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，海外供需错配严重，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。②后续催化：海外重点地区电网投资规划和落地方案、海关总署出口数据超预期、个股海外订单/出货/业绩超预期。③建议关注：三星医疗、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——①逻辑：政策端，3月初和4月初顶层分别出台《配网高质量发展指导意见》、《增量配电业务配电区域划分实施办法》；招标端，冀北、甘肃、黑龙江等网省第一批招标均同比大幅增长，以设备更换和智能化升级为主线的配网改造有望迎来行情拐点。②催化：顶层政策出台、网省招标超预期、个股中标突破/份额提升。③重点推荐：三星医疗，建议关注：配网变压器——望变电气、云路股份等；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&主网——①逻辑：第二批风光大基地的外送需求强烈，仍存在多条线路缺口，24年特高压预计开工3条交流4条直流线路。同时主网建设与新能源等电源配套发展，招标规模景气上行。②催化：新增披露线路、柔直渗透率提升、项目招标金额/个股中标份额超预期、个股业绩超预期或兑现节奏提前；③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) 电力信息化——①逻辑：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。②后续催化：电改进度超预期、限电缺电。③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：**又一城市免除高速路费，燃料电池汽车再迎政策驱动。4月16日，《成都市推动氢燃料电池商用车发展及推广应用行动方案（2024—2026年）（征求意见稿）》发布，提升氢燃料电池商用车道路权限。在全市范围内放宽氢燃料电池商用车市区通行限制。省市协同对行驶我市成温邛高速、双流机场高速、成彭高速、成灌高速和城北高速安装使用ETC装备的氢燃料电池商用车，经备案后免除高速公路通行费。正如我们之前判断，继山东省免除高速通行费后，又一城市跟进政策，政策仍有望继续推广至全国，高速路费的减免可在运营端实现大幅降本，贡献20%以上的全生命周期成本降幅，此时燃料电池商用车经济性优势显著。全年预期向好确定性增强，看向万台以上。除经济性外，在政策规划压力：2025年政策规划5万辆，目前保有量约2万辆，以及第一波补贴已下发的背景下，燃料电池汽车今年放量确定性进一步增强，2024Q1燃料电池车产销分别实现同比+33.4%和14.7%，创下了同期的历史新高，招标总量也已接近5000辆，看好全年燃料电池汽车的放量。
- 中石化打造京沪氢走廊，长距离跨省公路示范有望逐步铺开。中国石化成功探路京沪氢能交通走廊，两台氢能重卡从北京市大兴区到达上海市青浦区青卫油氢合建站，全程约1500公里，跨越京津冀鲁苏沪6个省市，沿途在7座加氢站加氢补能，这是我国氢能车辆首次大范围、长距离、跨区域的实际运输测试，并且京沪高速连接了多个国家级氢能示范城市群和“氢进万家”示范区。氢能车辆补能速度快、在长途重载上具有优势，但多年来受限于加氢站网络和续航能力，氢能交通仍局限在一省或一域，此次长距离实验的成功为未来氢能高速示范的铺开奠定基础。中国石化持续打造第一氢能公司，依托传统加油站网络优势，布局加氢站网络，此前已初步实现京津、成渝、沪嘉甬、济青和汉宜高速氢能通车，最长距离约350公里，已建成氢燃料电池供气中心11个、加氢站128座，并且将继续积极响应国务院国资委“氢能高速”倡议，氢气产供储销网络的巩固和完善将为燃料电池汽车的放量提供坚实基础。
- 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涨。2024年4月19日中厚板、圆钢、生铁、废钢、螺纹钢分别为3898元/吨、3700元/吨、4110元/吨、2440元/吨、3770元/吨，较4月12日变动幅度分别为+0.7%/0%/0%/+0.8%/+3.6%。
- 行业新闻更新：1) 金风科技兴安盟风电耦合制50万吨绿色甲醇项目开工；2) 东方风电中标福建702MW海上风电项目；3) 中国风能专委会发布《2023年中国风电吊装容量统计简报》，2023年，全国（除港、澳、台地区外）新增装机14187台，容量79.37GW，同比增长59.3%；4) 中国能建发布10GW风电机组集采公告；5) 中海油签约福建1.6GW深远海平价海风项目；6) 重庆市发布《关于做好2024年市级重点项目实施有关工作的通知》，2024年重点建设风电项目38个，规模总计2.7GW，其中，完工项目0.7GW，续建项目1.1GW，新开工项目0.9GW。
- 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) 2024排产情况。
- 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

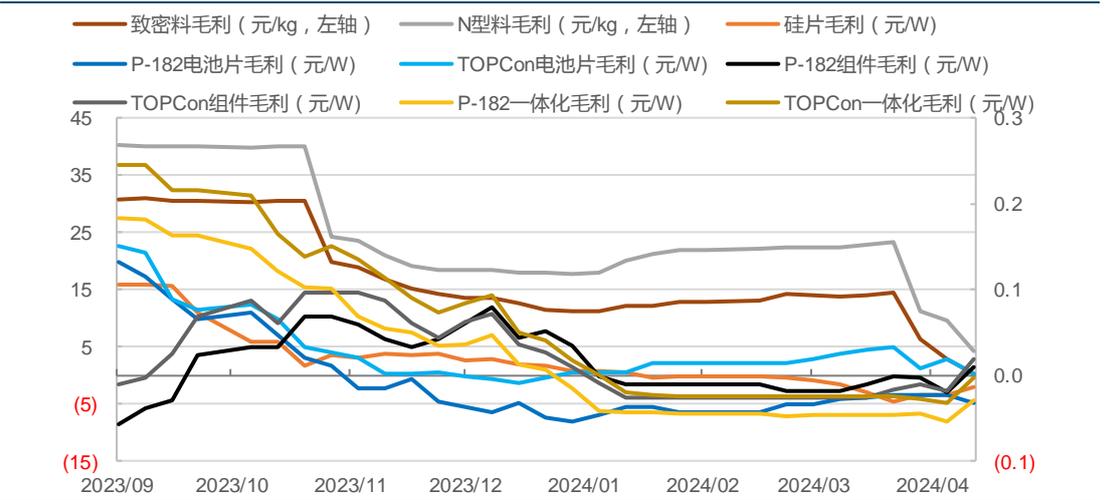
要点：<1>截至4月17日，本周致密料/N型棒状硅/N型颗粒硅价格继续下跌至4.59/5.25/4.75万元/吨，硅片/电池片价格小幅下跌，组件价格持稳。

<2>硅料最后一跌促需求释放+产能出清提速，建议积极布局有望在一季报中展现强α的龙头，以及预期Q2盈利环比Q1有望显著提升的环节(如玻璃)。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：价格下跌盈利承压，当前价格已跌破企业生产成本，达到部分企业现金成本；
- 2) 硅片：测算硅片成本倒挂，降价后盈利压力加剧，部分二三线企业因成本压力出现停产现象；
- 3) 电池片：前期硅片快速降价电池片盈利修复，近期电池跌价叠加银浆快速涨价导致盈利波动；
- 4) 组件：组件价格持稳，硅料成本快速下降带动组件盈利修复。



图表1: 主产业链单位毛利趋势 (测算, 截至 2024/4/17)



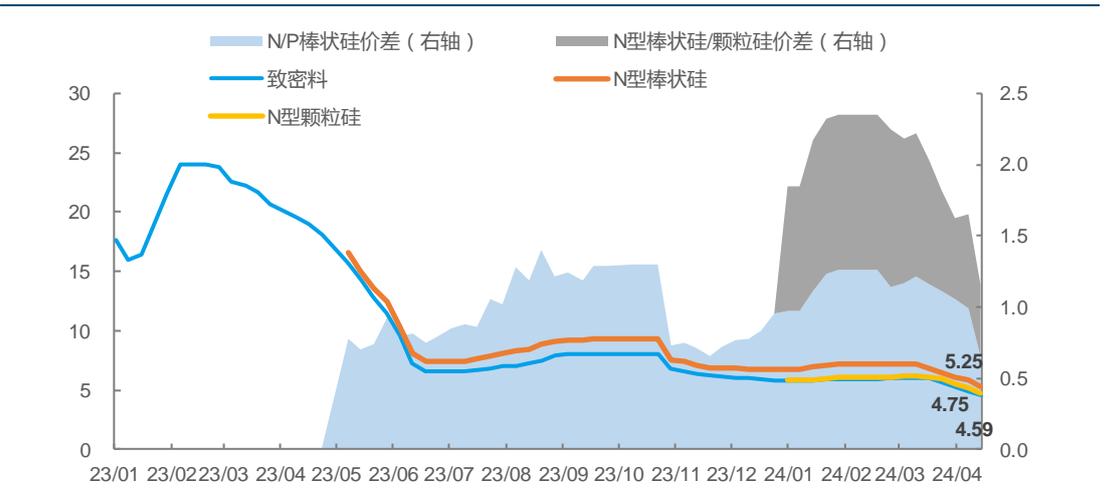
来源: 硅业分会、PVInfoLink, 国金证券研究所测算

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

产业链价格描述:

1) 硅料价格快速下跌, N/P、颗粒硅价差收窄: 硅料库存堆积价格快速下跌, 本周成交量有限但成交企业数量有所增加, 目前4月签单进度较为缓慢, 签单频率改为周度; 当前价格已跌破企业生产成本, 企业检修预期增加; N/P棒状硅价差收窄至0.56万元/吨, N型颗粒硅价差收窄至0.5万元/吨。

图表2: 多晶硅料及工业硅价格 (万元/吨)



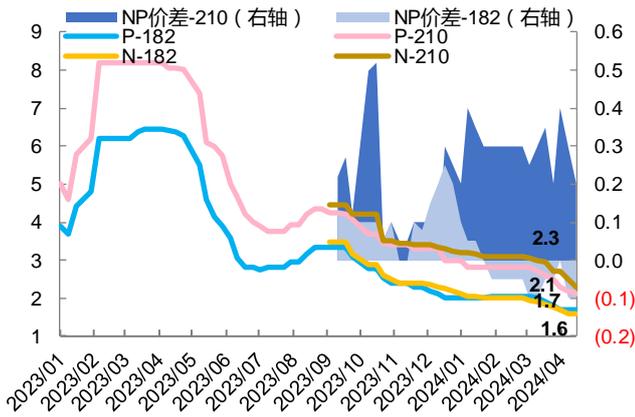
来源: PVInfoLink、硅业分会, 国金证券研究所, 截至 2024-4-17

2) 硅片价格小幅下跌: 硅片环节持续处于亏损状态, 部分二线硅片企业已经考虑采取进一步减产或停产观望的策略, 当前库存呈现缓慢下降的状态, 大体仍落在30亿片以上。

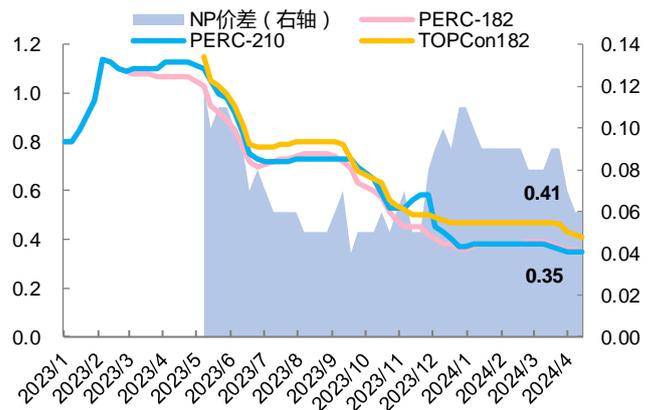
3) 电池片价格小幅下跌: N型产出持续增长, 但近期成交较少, 迭加上游硅料硅片跌价, TOPCon价格小幅下跌; PERC持续跌价加剧厂家生产压力, 部分厂家已减产。



图表3: 硅片价格 (元/片)



图表4: 电池片价格 (元/W)



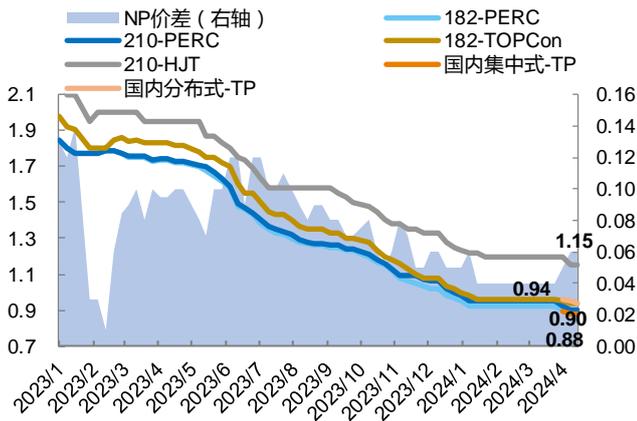
来源: PVInfoLink、硅业分会, 国金证券研究所, 截至 2024-4-17

来源: PVInfoLink, 国金证券研究所, 截至 2024-4-17

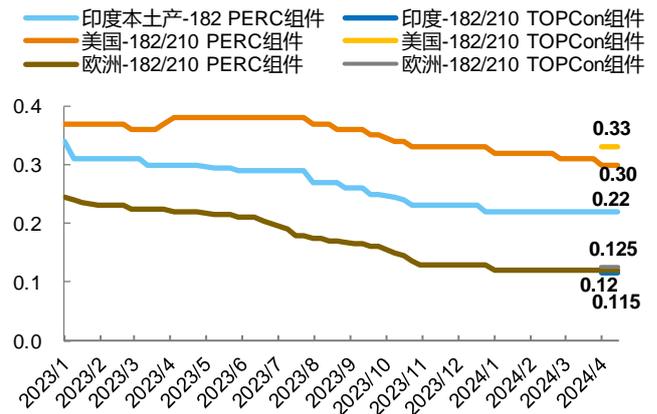
4) 组件价格基本持稳: 近两周国内主要交付集中式项目, 价格区间 0.82-0.9 元/W (剔除非当前执行价格), 前期 1 元左右的订单接近交付尾声; 分布式区间 0.85-0.95 元/W, 也有部分低价资源。

5) 海外组件价格: 近期海外 PERC 执行价格约 0.1-0.11 美元/W, TOPCon 价格区域分化明显, 欧洲及澳洲区域价格仍有 0.12-0.13 美元的执行价位, 而巴西、中东等市场价格下降至 0.11-0.12 美元, 美国仍以执行前期 0.33-0.35 美元的集中式项目为主。

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 2024-4-17

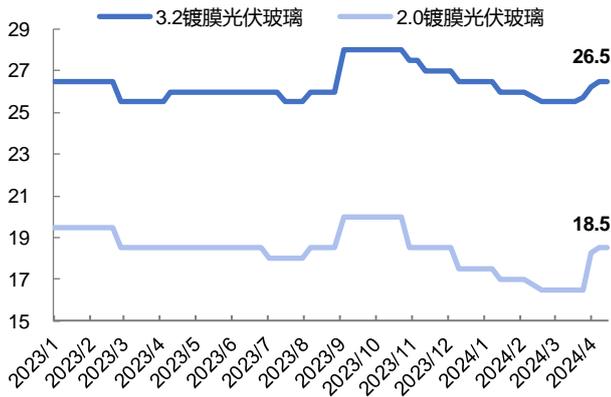
来源: InfoLink, 国金证券研究所, 截至 2024-4-17

6) 光伏玻璃价格持稳: 近期组件企业盈利承压, 部分消化前期玻璃库存, 多数按需采购, 需求支撑转弱; 部分前期点火玻璃产线陆续达产, 供应呈现增加趋势, 局部库存小幅增加。

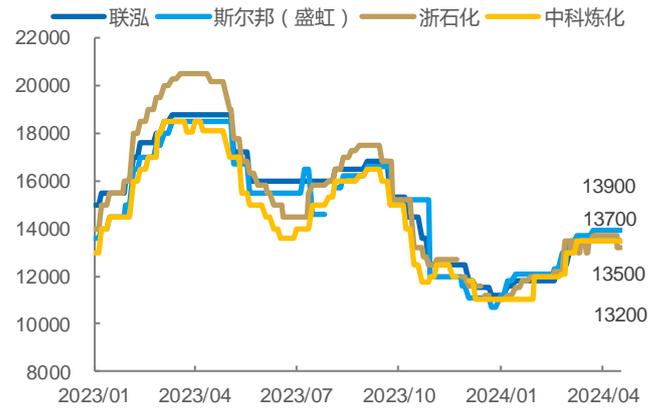
7) EVA 树脂/胶膜价格基本持稳: 本月粒子企业检修较多, 但发泡电缆需求不及预期, EVA 整体价格承压; 胶膜排产正常, 粒子采购则主要以刚需为主。



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, 卓创资讯, 国金证券研究所, 截至 2024-4-17

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所, 截至 2024-4-19

## 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