

国金证券研究所

分析师：许隽逸（执业 S1130519040001） 联系人：张君昊
xujunyi@gjzq.com.cn zhangjunhao1@gjzq.com.cn

1-2 月用电：制造、消费同比增速领涨

■ 总量及分板块视角：

- 1-2 月全社会用电量 15315.8 亿千瓦时。一/二/三产用电量均稳步增长；其中第二产业用电对全社会用电量新增贡献率达 54.9%，对国内用电需求增长起到明显支撑作用；第三产业用电新增贡献率达 26%，同比大幅提升。
- TMT 板块一用电量同比增长 12.5%。三个细分子行业中，互联网和相关服务业日均用电量同比增幅最大，达 18.2%；从用电占比和新增用电贡献率来看，电信、广播电视和卫星传输服务业的用电量占比最大，达 44.8%。
- 能源板块一用电量同比增长 7.9%。子板块中，石油、煤炭及其他燃料加工业和煤炭开采板块日均用电量同比增速持续下降，石油、煤炭及其他燃料加工业增速涨幅最大，达 9.9%。
- 地产周期板块一用电增速为 7.2%。子板块用电量所有板块均实现同比正增长。同比来看，房地产业、农业、采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业用电增幅均超过 7%。
- 制造板块一用电量增速为 16.3%，相较 12 月份小幅上升。细分子行业中，电气设备制造业同比增速及新增用电贡献率均最高，分别达 31.2%、21.7%。日均用电量同比来看，细分子行业用电量均上升，电气设备制日均同比增幅最高。
- 消费板块一用电量同比增长 18.2%。从细分行业看，各行业均实现同比增长，其中批发和零售业、租赁和商务服务业同比增速最高，分别达 23.1%和 21.9%。日均用电量同比来看，各子板块均上升，其中批发和零售业、租赁和商务服务业增幅最高，分别为 23.1%、21.9%。
- 交运板块一用电量同比增长 10.8%。子行业中，其他、铁路运输业、道路运输业日均用电量分别同比增长 14.0%、11.3%、5.6%。

■ 行业视角：充换电、光伏制造维持高景气。充换电服务业、光伏设备及元器件制造、租赁业增速分别为 74.6%、71.8%、34.2%，位列前三；降幅前三行业为港口岸电、黄磷、排灌，分别同比下降 48.9%、20.3%、9.7%。

■ 区域视角：南部和东部地区用电领涨。1-2 月，全国所有省份用电增速为正。增速前十的省份主要集中在南部和东部地区，依次为：西藏、海南、安徽、新疆、浙江、内蒙、广东、福建、江苏和贵州。用电增量贡献率前五省份分别为江苏、广东、浙江、内蒙和新疆，前五省份增量贡献率合计高达 42.2%。

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、浙能电力、皖能电力等；新能源发电：建议关注组件降本之下，利用模式与电价形成机制优秀的工商业分布式光伏运营商南网能源。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

■ 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等。

内容目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1、分部门看：三产用电的新增贡献率同比大幅提升 | 4 |
| 2、分板块看：交运和消费板块用电需求修复弹性更大 | 5 |
| 2.1 整体：六大板块增速均高于前5年平均增速 | 5 |
| 2.2 TMT 板块：增速放缓，互联网和相关服务业贡献近6成新增电量 | 6 |
| 2.3 能源板块：用电高峰期已过，石油和天然气开采业用电量回落 | 7 |
| 2.4 地产周期板块：居民用电需求增加，房地产业增幅超10% | 8 |
| 2.5 制造板块：电气设备制造增速越30%，在细分行业中仍居高位 | 9 |
| 2.6 消费板块：批零新增贡献率位列子行业第一 | 10 |
| 2.7 交运板块：铁路用电增速及新增贡献率持续高位 | 11 |
| 3、分行业看：充换电服务业、光伏制造持续景气 | 12 |
| 4、分地区看：南部和东部地区用电领涨 | 13 |
| 5、投资建议 | 14 |
| 6、风险提示 | 14 |

图表目录

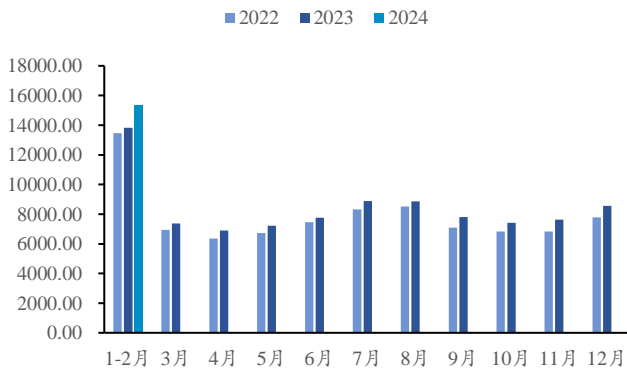
| | |
|-----------------------------------|---|
| 图表 1：2022-2024 年分月全社会用电量（亿千瓦时） | 4 |
| 图表 2：近两年社会用电量增速与 2023/2022CAGR（%） | 4 |
| 图表 3：1-2 月一/二/三产和居民用电占比（%） | 4 |
| 图表 4：1-2 月一/二/三产和居民用电新增贡献率（%） | 4 |
| 图表 5：四大高耗能与非高耗能行业用电增速（%） | 5 |
| 图表 6：四大高耗能与非高耗能行业新增贡献率（%） | 5 |
| 图表 7：地产板块用电量同比增速与历史增速对比（%） | 5 |
| 图表 8：能源板块用电量同比增速与历史增速对比（%） | 5 |
| 图表 9：交运板块用电量同比增速与历史增速对比（%） | 5 |
| 图表 10：消费板块用电量同比增速与历史增速对比（%） | 5 |
| 图表 11：制造板块用电量同比增速与历史增速对比（%） | 6 |
| 图表 12：TMT 板块用电量同比增速与历史增速对比（%） | 6 |
| 图表 13：六大板块 1-2 月同比增速与对应历史月度增速（%） | 6 |
| 图表 14：六大板块日均用电量同比、环比增速及双年平均增速（%） | 6 |
| 图表 15：TMT 板块月度用电量增速（%） | 7 |
| 图表 16：TMT 板块子行业用电量月度增速（%） | 7 |
| 图表 17：TMT 板块子行业用电量占比和新增贡献率（%） | 7 |
| 图表 18：TMT 板块子行业日均用电量同、环比增速（%） | 7 |
| 图表 19：能源板块月度用电量增速（%） | 7 |
| 图表 20：能源板块子行业用电量月度增速（%） | 7 |
| 图表 21：能源板块子行业用电量占比和新增贡献率（%） | 8 |
| 图表 22：能源板块子行业日均用电量同、环比增速（%） | 8 |
| 图表 23：地产周期板块月度用电量增速（%） | 8 |

| | |
|---|----|
| 图表 24: 地产板块子行业用电量月度增速 (%) | 8 |
| 图表 25: 地产板块子行业用电量占比和新增贡献率 (%) | 9 |
| 图表 26: 地产周期板块子行业日均用电量增速 (%) | 9 |
| 图表 27: 制造板块月度用电量增速 (%) | 9 |
| 图表 28: 制造板块部分子行业用电量月度增速 (%) | 10 |
| 图表 29: 制造板块部分子行业用电量月度增速 (%) | 10 |
| 图表 30: 制造板块子行业用电量占比 (%) | 10 |
| 图表 31: 制造板块子行业日均用电量同、环比增速 (%) | 10 |
| 图表 32: 消费板块月度用电量增速 (%) | 11 |
| 图表 33: 消费板块子行业用电量月度增速 (%) | 11 |
| 图表 34: 消费板块子行业用电量占比和新增贡献率 (%) | 11 |
| 图表 35: 消费板块子行业日均用电量同、环比增速 (%) | 11 |
| 图表 36: 交运板块月度用电量增速 (%) | 11 |
| 图表 37: 交运板块子行业用电量月度增速 (%) | 11 |
| 图表 38: 交运板块子行业用电量占比和新增贡献率 (%) | 12 |
| 图表 39: 交运板块子行业日均用电量同比、环比增速 (%) | 12 |
| 图表 40: 2024 年 1-2 月用电量增速前十名行业用电量 (左轴, 亿千瓦时) 及增速 (右轴, %) | 12 |
| 图表 41: 2024 年 1-2 月用电量增速后十名行业用电量 (左轴, 亿千瓦时) 及增速 (右轴, %) | 13 |
| 图表 42: 全国各省用电量增速情况 (%) | 13 |
| 图表 43: 1-2 月全国各省当月用电增量贡献率 (%) | 14 |

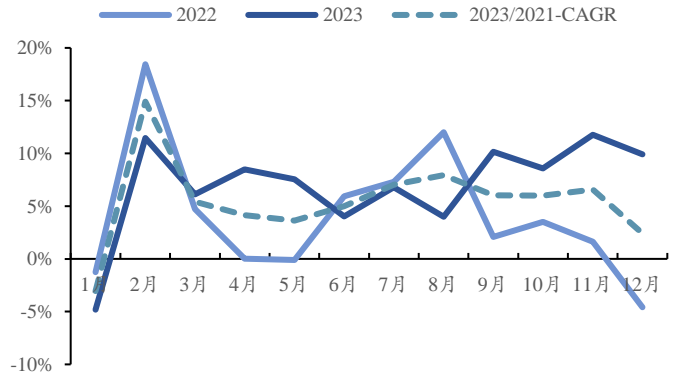
1、分部门看：三产用电的新增贡献率同比大幅提升

- 1-2 月全社会用电增速为 10.7%，三大产业均同比正增长。1-2 月全社会用电量 15315.8 亿千瓦时。一/二/三产用电量均稳步增长；其中第二产业用电对全社会用电量新增贡献率达 54.9%，对国内用电需求增长起到明显支撑作用；第三产业用电新增贡献率达 26%，同比大幅提升。

图表1：2022-2024 年分月全社会用电量（亿千瓦时）



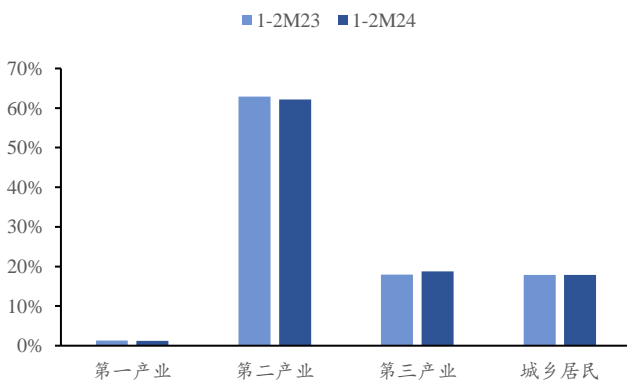
图表2：近两年社会用电量增速与 2023/2022CAGR (%)



来源：中电联、国金证券研究所

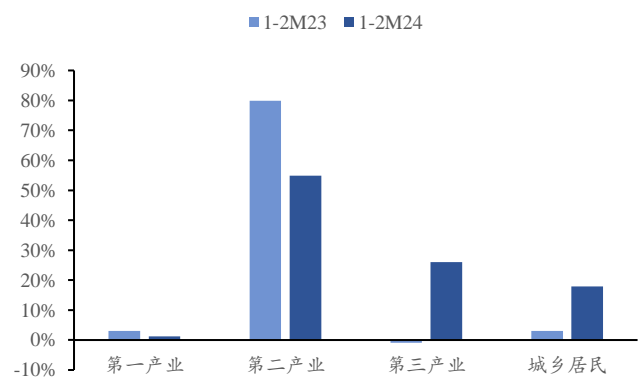
来源：中电联、国金证券研究所

图表3：1-2月一/二/三产和居民用电占比 (%)



来源：中电联、国金证券研究所

图表4：1-2月一/二/三产和居民用电新增贡献率 (%)

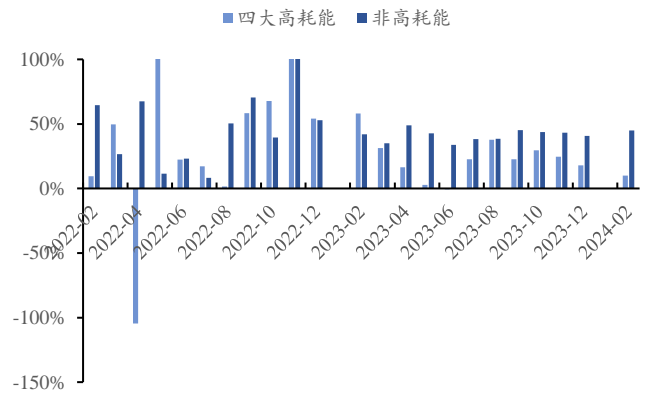


来源：中电联、国金证券研究所

- 四大高耗能行业用电需求稳步增加。1-2 月高耗能行业用电量同比上升 4.2%，非高耗能行业用电量同比上升 13.0%。新增贡献率方面，高耗能行业贡献 10.1%、非高耗能行业贡献 44.8%，产业恢复存在结构性特征，高耗能行业用电需求相较非高耗能行业修复弹性较小；自 10 月起二者新增贡献率均缓慢下降，主因产业结构调整。

图表5: 四大高耗能与非高耗能行业用电增速 (%)

图表6: 四大高耗能与非高耗能行业新增贡献率 (%)



来源: 中电联、国金证券研究所

来源: 中电联、国金证券研究所

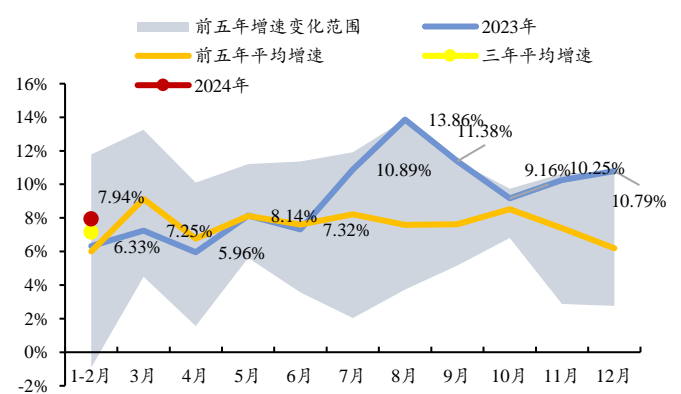
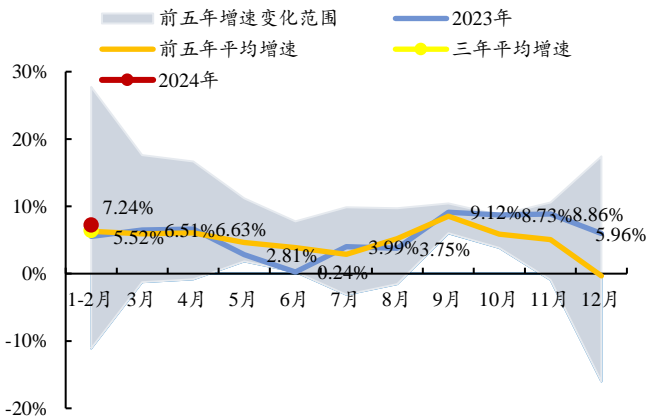
2、分板块看: 交运和消费板块用电需求修复弹性更大

2.1 整体: 六大板块增速均高于前5年平均增速

- 1-2月六大板块用电量均增, 地产、能源、交运、消费、制造、TMT 板块分别同比上升7.2%、7.9%、10.8%、18.2%、16.3%和12.5%。除能源、交运和消费板块外, 其余板块用电量增速均环比加快。总体而言, 1-2月六大板块用电量增速均高于前五年均值。

图表7: 地产板块用电量同比增速与历史增速对比 (%)

图表8: 能源板块用电量同比增速与历史增速对比 (%)

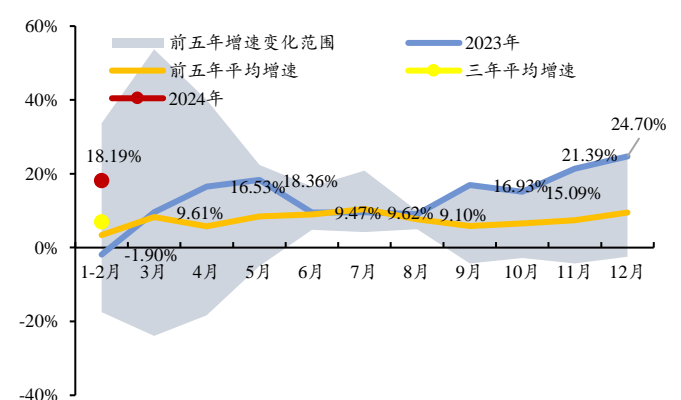
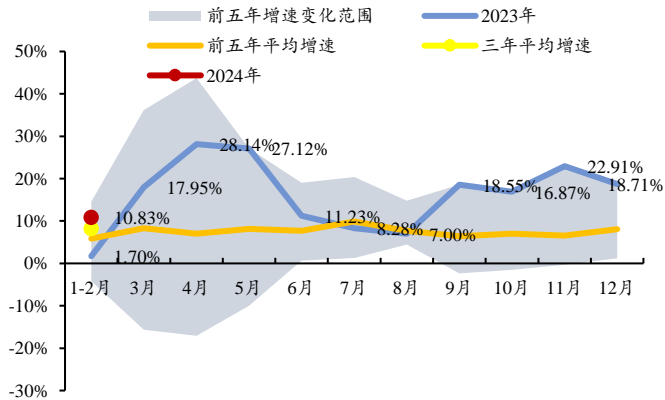


来源: 中电联、国金证券研究所

来源: 中电联、国金证券研究所

图表9: 交运板块用电量同比增速与历史增速对比 (%)

图表10: 消费板块用电量同比增速与历史增速对比 (%)

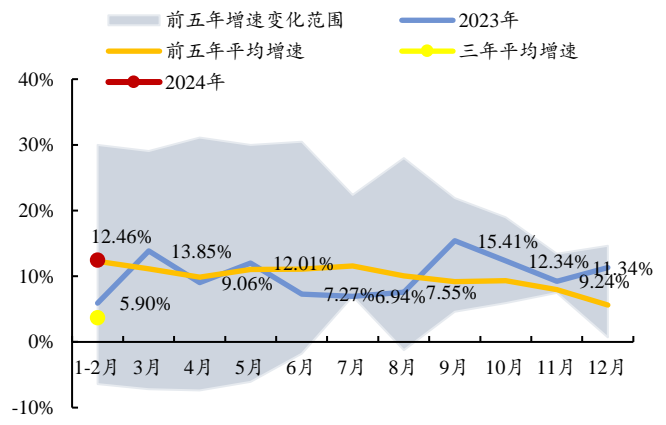
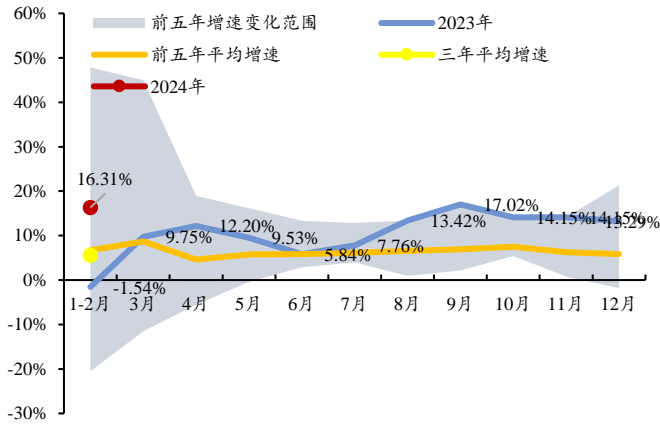


来源: 中电联、国金证券研究所

来源: 中电联、国金证券研究所

图表11: 制造板块用电量同比增速与历史增速对比 (%)

图表12: TMT 板块用电量同比增速与历史增速对比 (%)



来源: 中电联、国金证券研究所

来源: 中电联、国金证券研究所

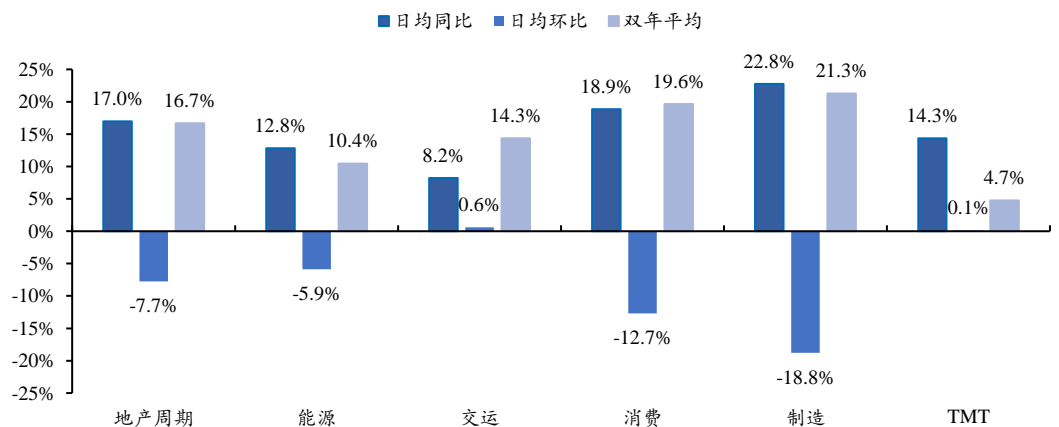
图表13: 六大板块 1-2 月同比增速与对应历史月度增速 (%)

| | 地产周期 | 能源 | 交运 | 消费 | 制造 | TMT |
|---------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 1-2 月同比 | 5.52% | 6.33% | -1.54% | 1.70% | -1.90% | 5.90% |
| 2024/2021CAGR | 6.42% | 7.17% | 8.22% | 6.96% | 5.54% | 3.68% |
| 历史同比 | | | | | | |
| 2018 年 | 7.94% | 13.71% | 17.06% | 12.32% | 12.14% | 20.69% |
| 2019 年 | 3.26% | 6.89% | -2.67% | 11.46% | 4.23% | 19.36% |
| 2020 年 | -11.09% | -0.91% | -20.50% | -4.15% | -17.48% | 23.16% |
| 2021 年 | 27.73% | 11.78% | 47.83% | 14.53% | 33.70% | 29.96% |
| 2022 年 | 6.49% | 7.23% | 2.65% | 12.45% | 5.54% | -6.43% |
| 2023 年 | 6.28% | 6.01% | 6.68% | 5.85% | 3.38% | 12.27% |

来源: 中电联、国金证券研究所。注: 双年 CAGR 为累计用电量增速, 其余均为当月用电量增速。

- 1-2 月, 从日均用电量同比来看, 六大板块中制造、消费板块日均用电量同比增速最高, 分别为 22.8%和 18.9%; 环比来看, 六大板块除交运、TMT, 其余子板块日均用电量较上月均有所下跌, 且制造、消费地产三大板块跌幅均超过 5.5%; 其中制造板块跌幅最大、达 18.8%; 能源板块增幅最小, 为 5.9%。从日均用电量双年平均来看, 除 TMT 外, 其余板块均实现双位数增长, 其中制造板块双年平均增速最高, 达 21.3%。

图表14: 六大板块日均用电量同比、环比增速及双年平均增速 (%)

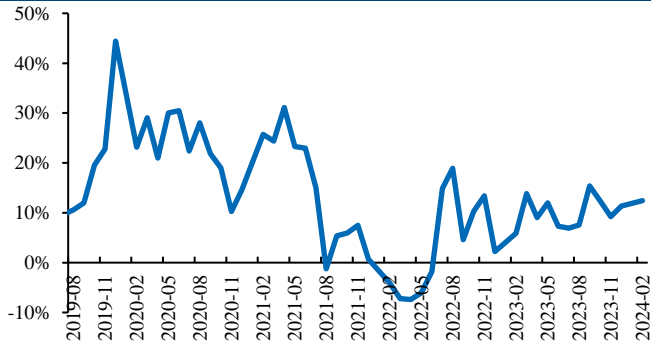


来源: 中电联、国金证券研究所

2.2 TMT 板块: 增速放缓, 互联网和相关服务业贡献近 6 成新增电量

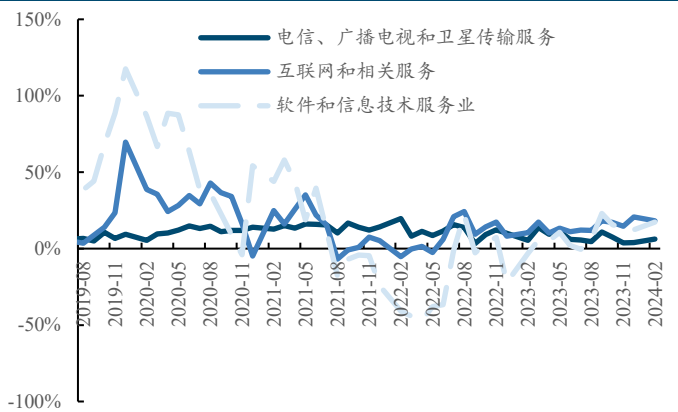
- TMT 板块 1-2 月用电量同比增长 12.5%。三个细分子行业中, 互联网和相关服务业日均用电量同比增幅最大, 达 18.2%; 软件和信息技术服务业与电信、广播电视和卫星传输服务业日均用电同比分别增长 17.4%、6.4%。从用电占比和新增用电贡献率来看, 电信、广播电视和卫星传输服务业的用电量占比最大, 达 44.8%; 互联网和相关服务业新增用电贡献率最高, 达 55.34%。

图表15: TMT 板块月度用电量增速 (%)



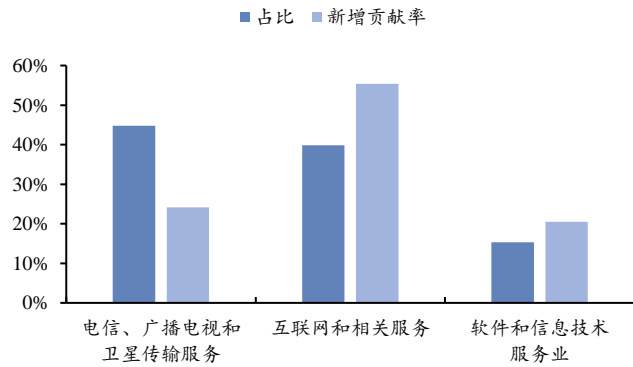
来源: 中电联、国金证券研究所

图表16: TMT 板块子行业用电量月度增速 (%)



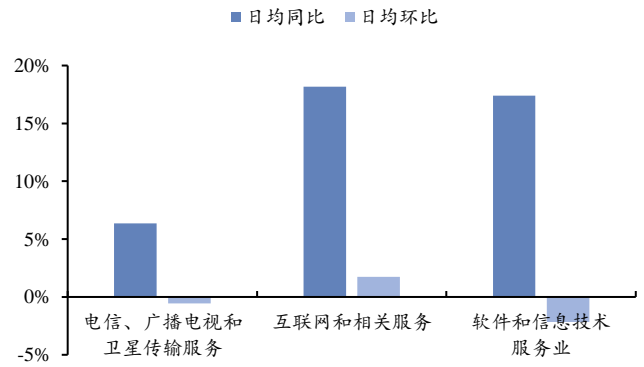
来源: 中电联、国金证券研究所

图表17: TMT 板块子行业用电量占比和新增贡献率 (%)



来源: 中电联、国金证券研究所

图表18: TMT 板块子行业日均用电量同、环比增速 (%)

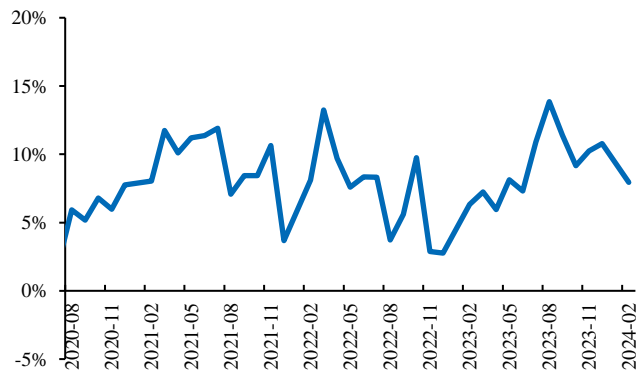


来源: 中电联、国金证券研究所

2.3 能源板块: 用电高峰期已过, 石油和天然气开采业用电量回落

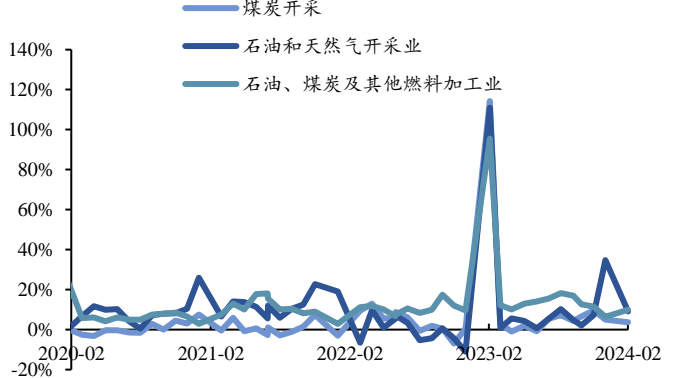
- 1-2 月, 能源板块月度用电量同比增长 7.9%。子板块中, 石油、煤炭及其他燃料加工业和煤炭开采板块日均用电量同比增速持续下降, 石油、煤炭及其他燃料加工业增速涨幅最大, 达 9.9%, 是驱动能源板块月度用电量增长的主要动力。日均用电量环比来看, 石油和天然气开采业用电量均回落, 跌幅达 18.2%; 煤炭开采业与石油、煤炭及其他燃料加工业分别下跌 7.4%、0.04%。

图表19: 能源板块月度用电量增速 (%)



来源: 中电联、国金证券研究所

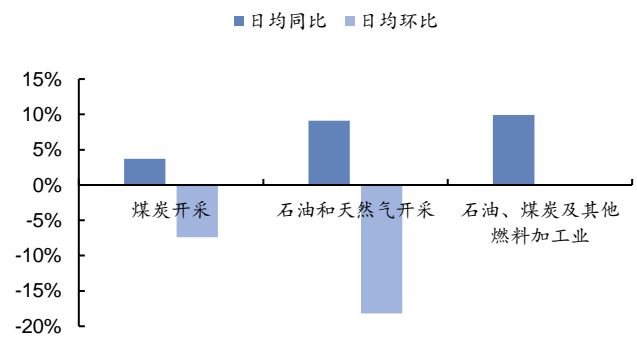
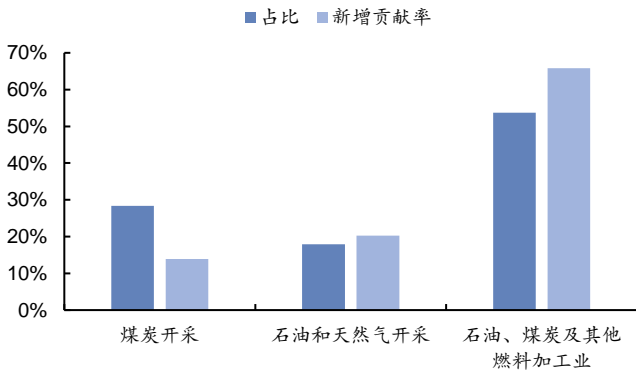
图表20: 能源板块子行业用电量月度增速 (%)



来源: 中电联、国金证券研究所

图表21: 能源板块子行业用电量占比和新增贡献率 (%)

图表22: 能源板块子行业日均用电量同、环比增速 (%)



来源: 中电联、国金证券研究所

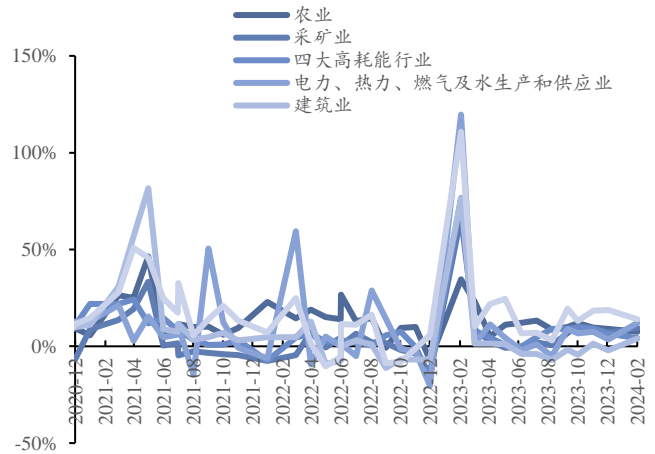
来源: 中电联、国金证券研究所

2.4 地产周期板块: 居民用电需求增加, 房地产业增幅超 10%

- 地产周期板块 1-2 月用电增速为 7.2%。子板块用电量所有板块均实现同比正增长。同比来看, 房地产业、农业、采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业用电增幅均超过 7%, 其中房地产业用电量增速最高, 达 14.0%; 环比来看, 地产周期板块子行业用电量均为负增长。从新增贡献率上看, 电力、热力、燃气及水生产和供应业贡献率最高, 达 49.9%, 与气温等季节性因素相关。

图表23: 地产周期板块月度用电量增速 (%)

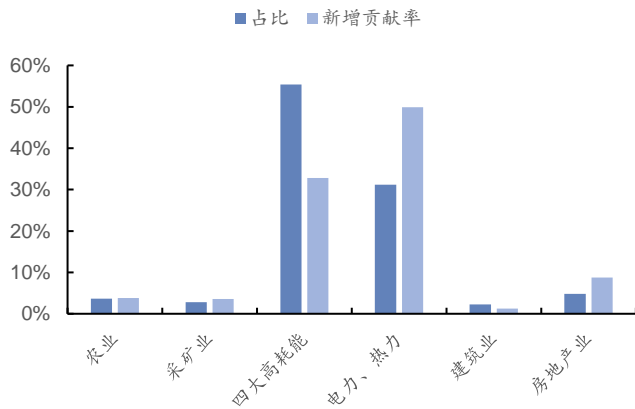
图表24: 地产板块子行业用电量月度增速 (%)



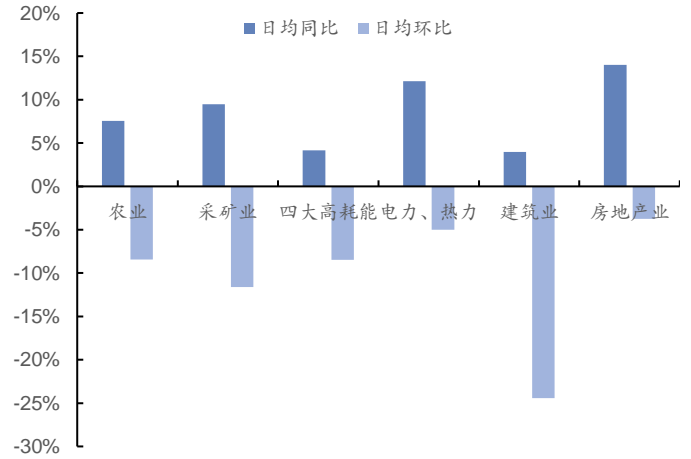
来源: 中电联、国金证券研究所

来源: 中电联、国金证券研究所

图表25: 地产板块子行业用电量占比和新增贡献率 (%)



图表26: 地产周期板块子行业日均用电量增速 (%)



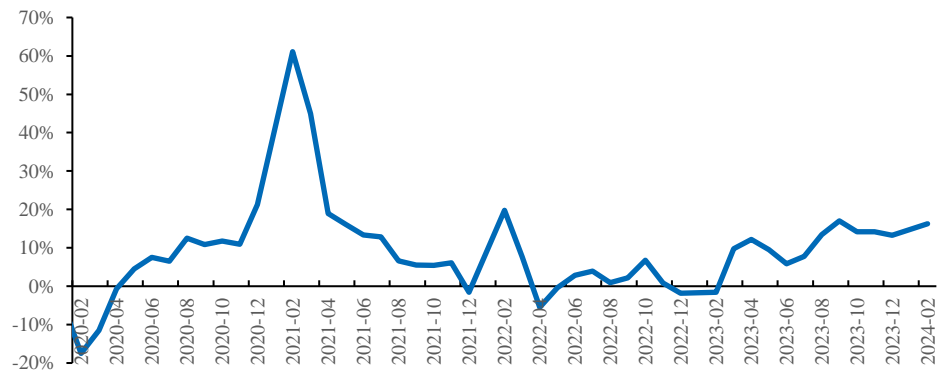
来源: 中电联、国金证券研究所

来源: 中电联、国金证券研究所

2.5 制造板块: 电气设备制造增速越 30%, 在细分行业中仍居高位

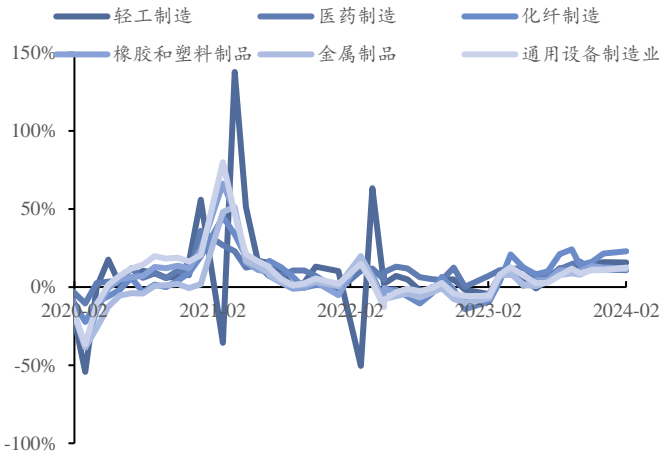
- 1-2 月制造板块用电量增速为 16.3%，相较 12 月份小幅上升。细分子行业中，电气设备制造业同比增速及新增用电贡献率均最高，分别达 31.2%、21.7%。日均用电量同比来看，细分子行业用电量均上升，电气设备制日均同比增幅最高，达 31.2%；环比来看，细分子行业日均用电量均下降，其中金属制品和废弃资源综合利用跌幅最高，均为 26.1%。

图表27: 制造板块月度用电量增速 (%)

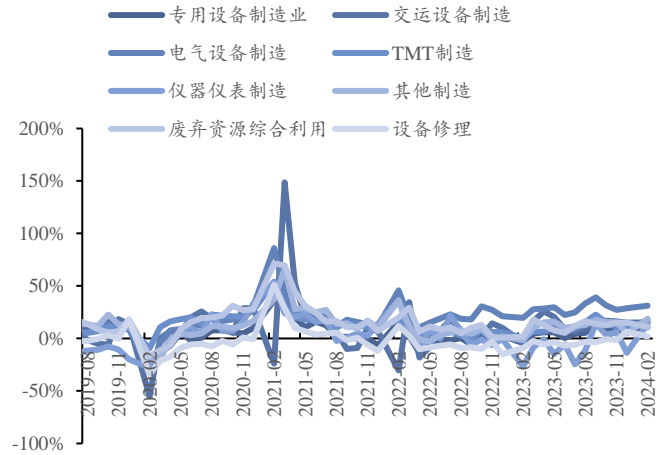


来源: 中电联、国金证券研究所

图表28：制造板块部分子行业用电量月度增速 (%)



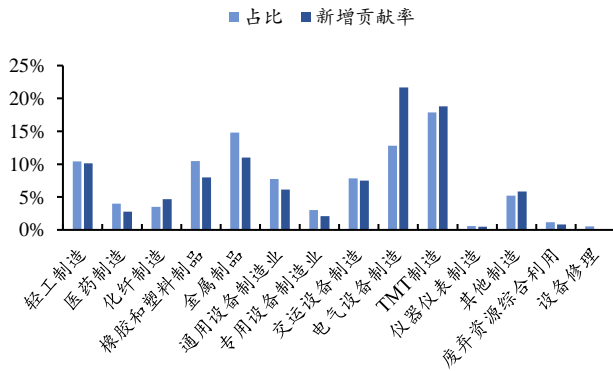
图表29：制造板块部分子行业用电量月度增速 (%)



来源：中电联、国金证券研究所

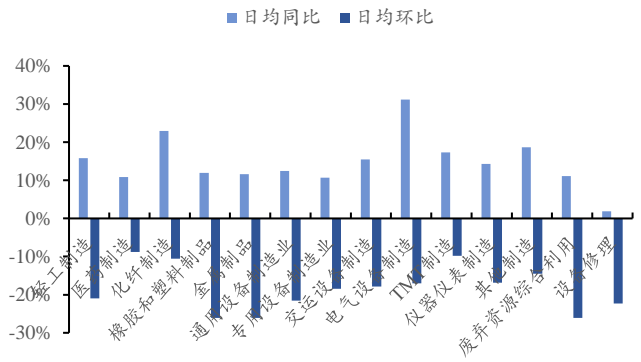
来源：中电联、国金证券研究所

图表30：制造板块子行业用电量占比 (%)



来源：中电联、国金证券研究所

图表31：制造板块子行业日均用电量同、环比增速 (%)

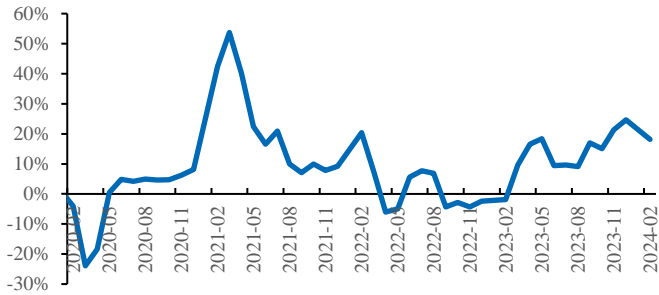


来源：中电联、国金证券研究所

2.6 消费板块：批零新增贡献率位列子行业第一

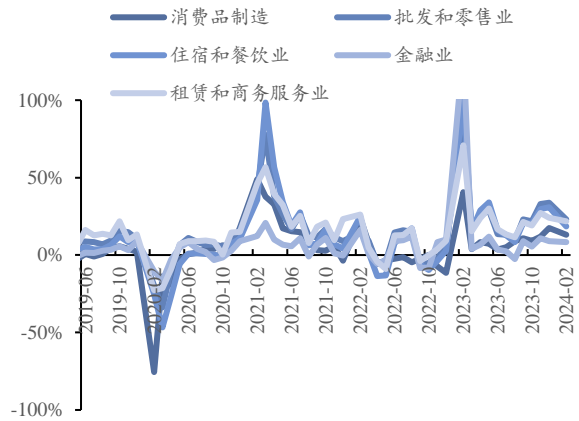
- 1-2 月，消费板块用电量同比增长 18.2%。从细分行业看，各行业均实现同比增长，其中批发和零售业、租赁和商务服务业同比增速最高，分别达 23.1%和 21.9%，服务业经济运行呈稳步复苏状态。日均用电量同比来看，各子板块均上升，其中批发和零售业、租赁和商务服务业增幅最高，分别为 23.1%、21.9%；环比来看，各子板块均下跌，其中消费品制造业下跌幅度最大，为 24.5%。从新增贡献率看，批发和零售业贡献率达 48.2%，位列子行业第一，说明批发和零售业复苏是 2023 年至今消费板块用电需求修复的主要引擎且电子商务行业逐渐成熟导致批发和零售业用电需求增加。

图表32: 消费板块月度用电量增速 (%)



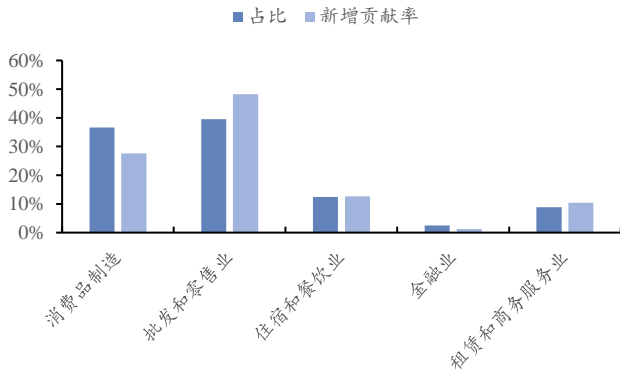
来源: 中电联、国金证券研究所

图表33: 消费板块子行业用电量月度增速 (%)



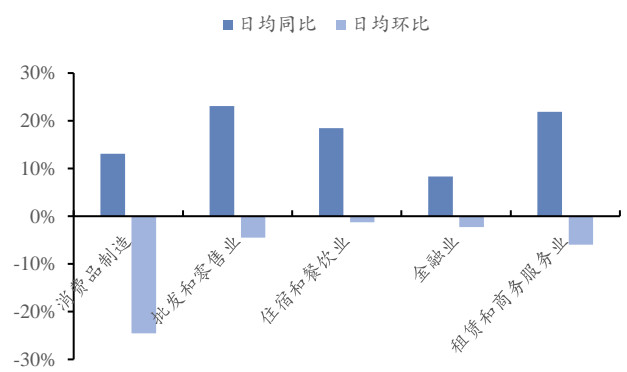
来源: 中电联、国金证券研究所

图表34: 消费板块子行业用电量占比和新增贡献率 (%)



来源: 中电联、国金证券研究所

图表35: 消费板块子行业日均用电量同、环比增速 (%)

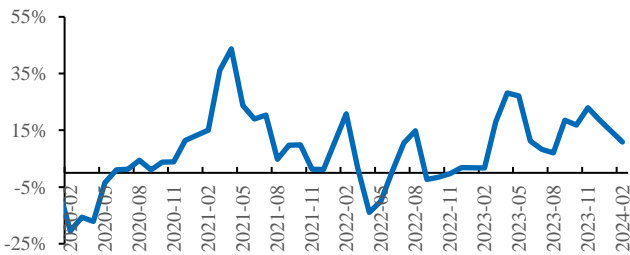


来源: 中电联、国金证券研究所

2.7 交运板块: 铁路用电增速及新增贡献率持续高位

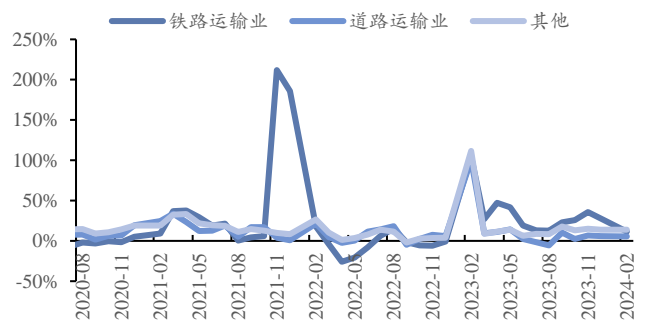
- 1-2 月, 交运板块用电量同比增长 10.8%, 环比下降 7.9pct。子行业中, 其他、铁路运输业、道路运输业日均用电量分别同比增长 14.0%、11.3%、5.6%; 从日均环比来看, 铁路运输业日均用电量环比提升 6.4%。

图表36: 交运板块月度用电量增速 (%)



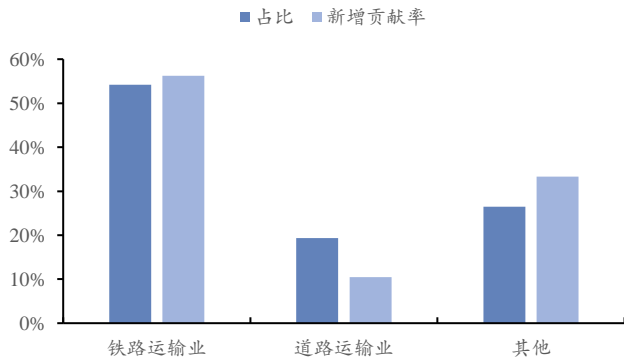
来源: 中电联、国金证券研究所

图表37: 交运板块子行业用电量月度增速 (%)

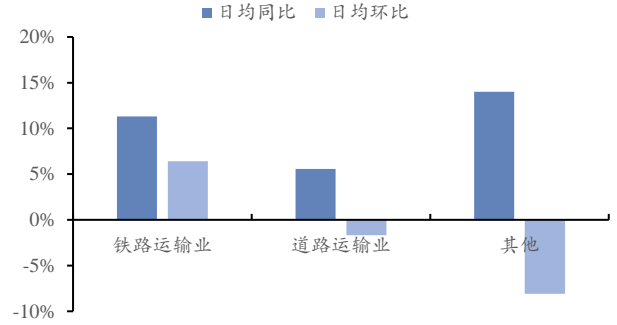


来源: 中电联、国金证券研究所

图表38: 交运板块子行业用电量占比和新增贡献率 (%)



图表39: 交运板块子行业日均用电量同比、环比增速 (%)



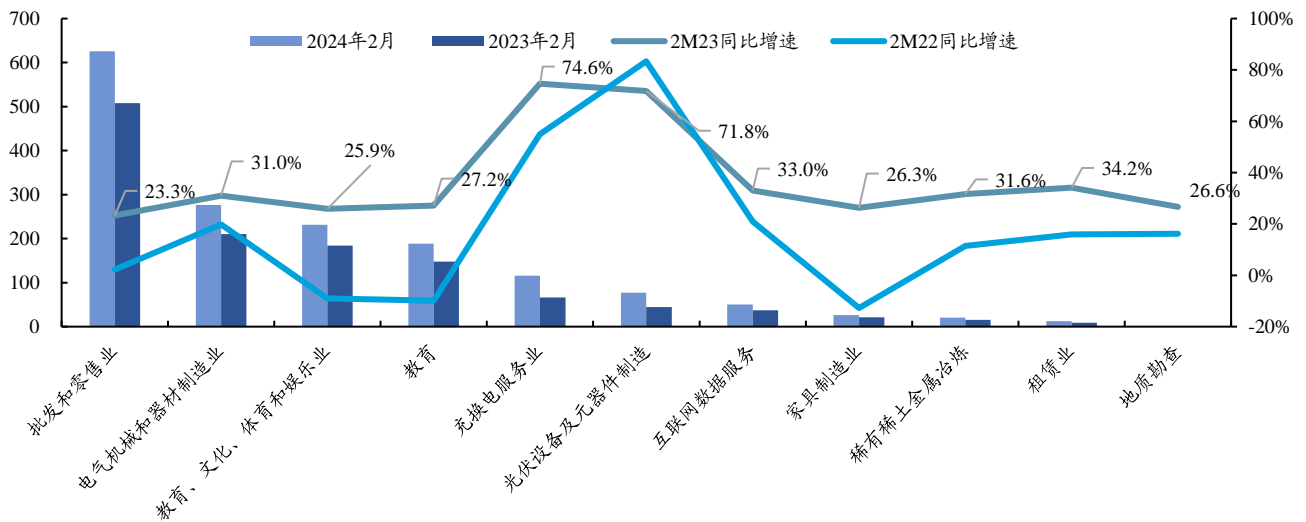
来源: 中电联、国金证券研究所

来源: 中电联、国金证券研究所

3、分行业看: 充换电服务业、光伏制造持续景气

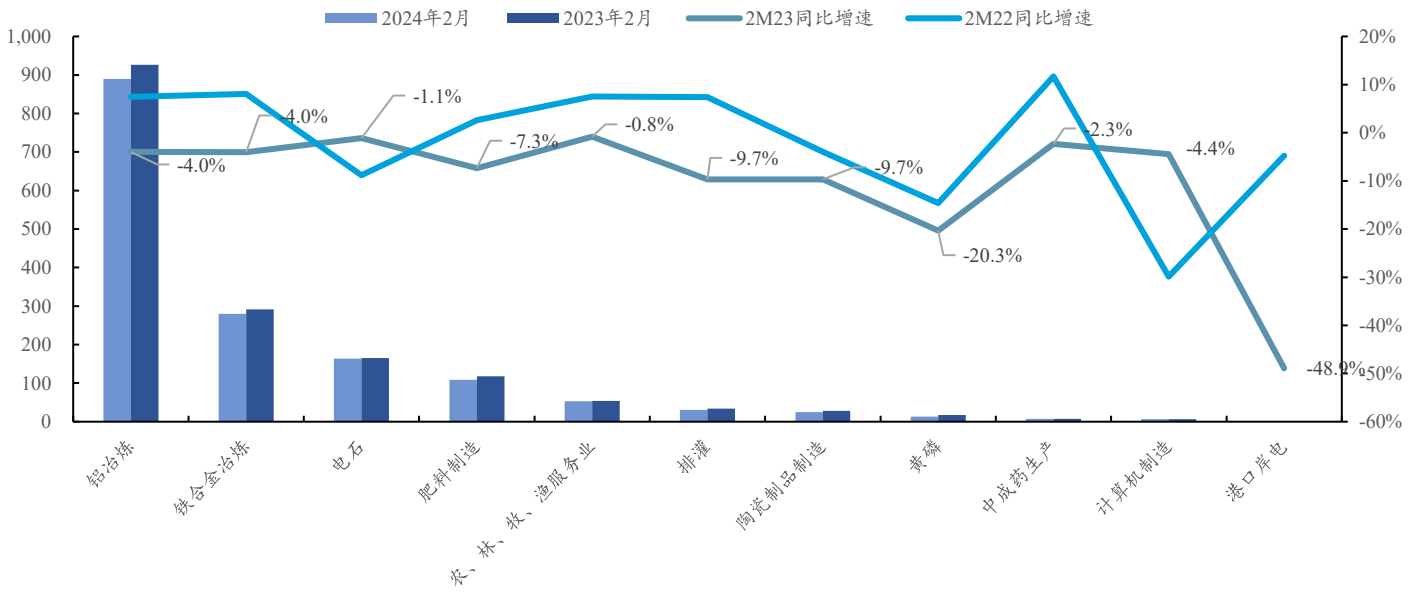
- 充换电服务业、光伏设备及元器件制造、租赁业增速分别为 74.6%、71.8%、34.2%，为位列前三名行业。124 个细分行业中，1-2 月共有 69 个行业用电量实现同比正增长。1-2 月用电增速后十名大多集中在房地产相关行业。降幅前三行业为港口岸电、黄磷、排灌，分别同比下降 48.9%、20.3%、9.7%。

图表40: 2024 年 1-2 月用电量增速前十名行业用电量 (左轴, 亿千瓦时) 及增速 (右轴, %)



来源: 中电联、国金证券研究所

图表41：2024年1-2月用电量增速后十名行业用电量（左轴，亿千瓦时）及增速（右轴，%）

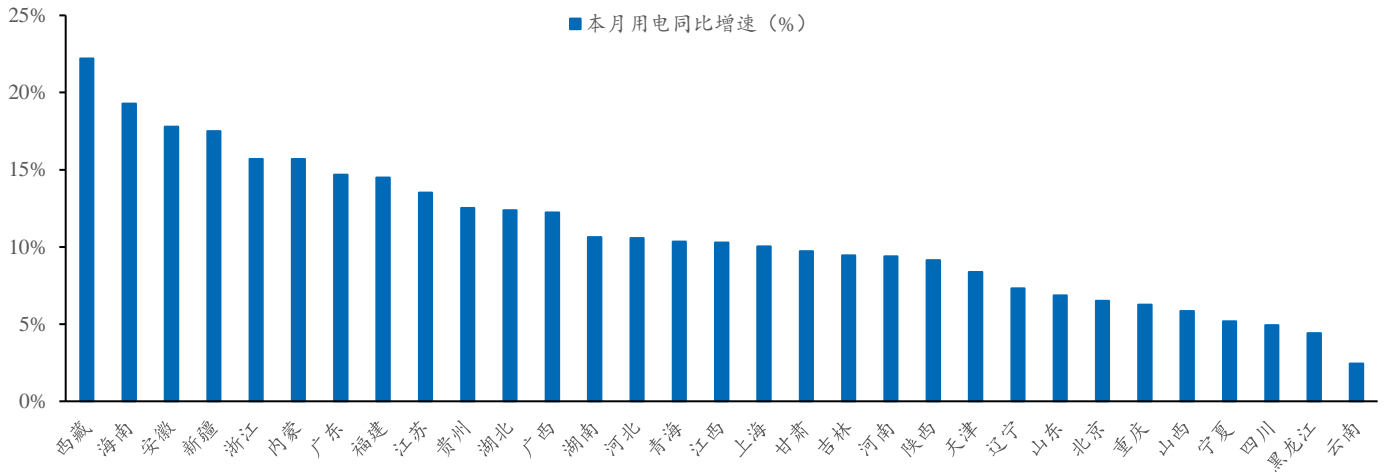


来源：中电联、国金证券研究所

4、分地区看：南部和东部地区用电领涨

- 1-2月，全国所有省份用电增速为正。增速前十的省份主要集中在南部和东部地区，依次为：西藏、海南、安徽、新疆、浙江、内蒙、广东、福建、江苏和贵州，用电量分别同比增长 22.2%、19.3%、17.8%、17.5%、15.7%、15.7%、14.7%、14.5%、13.5%和 12.5%。

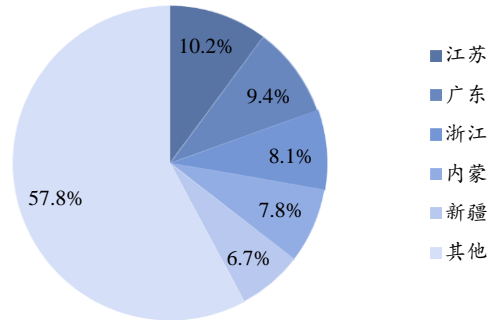
图表42：全国各省用电量增速情况 (%)



来源：中电联、国金证券研究所

- 1-2月，江苏新增用电量贡献率最高。各省用电增量贡献率前五省份分别为江苏、广东、浙江、内蒙和新疆，前五名省份增量贡献率合计高达 42.2%，新增贡献率最高的江苏贡献率达 10.2%。

图表43: 1-2月全国各省当月用电增量贡献率 (%)



来源: 中电联、国金证券研究所

5、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,火电业绩已有实质性改善。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;可发挥省内坑口电厂煤源优势有效控本、有新机组投产的地方性龙头企业皖能电力;有望充分受益于市场煤价下行,装机规模较大的华东龙头火电运营商浙能电力。

■ 新能源——风、光发电板块:

在光伏组件降本的背景下,新能源装机今年仍有望保持高增长态势。工商业分布式光伏依托其利用模式及电价机制优势,面临的消纳和电价风险有限。建议关注:背靠南网,客户资源+需求侧业务协同的工商业分布式光伏运营商南网能源。

■ 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。

6、风险提示

- 新增装机容量不及预期风险:经历两次有序用电事件后,电力保供问题已得到重视,但在煤价高企、光伏组件成本偏高、风电优质资源总体有限的客观环境下,新增装机或存在时间表滞后的风险。
- 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:发电企业业绩与利用小时数高度相关,若下游需求不及预期,或导致用电增速不及预期。“十四五”期间新能源装机的规划目标较高,用电需求不足可能导致消纳率下降,影响利用小时数,最终影响电企业绩表现。
- 电力市场化进度不及预期:在“十四五”电力供需总体偏紧的背景下,电力市场化推进有助于以价格机制反映供需紧张关系、并产生自发调节。若电力市场化政策落地不及预期,或将使得发电企业上网电价上浮不及预期。
- 煤价维持高位影响火电企业盈利:“十三五”期间煤炭增产减少带来煤炭供应压力,国际局势不稳定进一步加剧了海外进口煤煤价上升。若国内市场煤价持续维持高位或将对火电企业盈利修复产生不利影响。

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 |