

公共事业与环保组

分析师：张君昊（执业 S1130524070001） 联系人：唐执敬

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

tangzhijing@gjzq.com.cn

## 6 月用电：二产用电增量贡献率达 61.0%

### 投资逻辑

■ 拆分 6M24 用电数据——总量及分板块视角：

1) 6 月全社会用电量 8205.0 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 61.0%，说明二产总体延续复苏向好的态势、对国内用电需求增长起到支撑作用。

2) TMT 板块—6 月用电量同比上升 8.0%，增速环比-2.7pct、连续 3 个月下降。

3) 能源板块—6 月用电量同比上升 7.9%，环比增速基本持平。作为化学原料和化学制品制造业的下游，受到化工行业生产端景气度较高的影响，燃料加工业用电需求维持高增速。

4) 地产周期板块—6 月用电增速为 5.2%、增速环比-0.9pct。子板块中除建筑业用电量增速为负，其余均实现正增长。日均同比来看，建筑业用电降幅最大、达-10.1%；日均环比来看，所有行业用电量均上升，其中农业用电日均环比增幅最大、达 35.0%。从用电占比和新增贡献率上看，用电占比最高的四大高耗能行业新增贡献率最高，达 55.3%。

5) 制造板块—6 月制造板块用电量 1386.5 亿千瓦时、同比增长 7.6%，同比增速相较 5 月份环比回落 2.8pct，但绝对量环比小幅提升 4.8 亿千瓦时，说明我国 6 月制造业生产端景气度延续、但增长拉动率有所下滑。各子行业增速基本环比下降，仅设备修理行业增速环比微增 0.3pct。细分子行业分析，新兴制造板块在增速、增量贡献率方面领先，尤其是涉及电新产业链的电气设备制造业同比增速最高，达 15.5%；TMT 制造新增用电贡献率最高，为 28.2%。日均用电量同比来看，所有细分子行业用电量均上升；环比来看，除废弃资源综合利用行业外，其余细分子行业日均用电量环比均上升。

6) 消费板块—6 月低基数效应进一步减弱，消费板块复苏增速放缓、增速下滑 2.9pct。用电增速同比增长 6.6%、已低于前五年平均增速及近三年平均增速。从细分行业看，除金融业外各行业实现同比稳健增长，其中批发和零售业用电同比增速最高、达 11.9%，已连续 9 个月位列子行业增速第一；金融业用电增速时隔 8 个月再次转负、同比下降 1.2%。日均用电量环比来看，细分子板块所有行业用电量均上升，其中租赁和商务服务业日均用电环比涨幅最大、达 20.4%。从新增贡献率看，批发和零售业贡献率达 64.8%，在细分子行业中持续位列第一，说明批发和零售业仍是 2023 年至今拉动消费板块用电需求复苏的主要引擎。

7) 交运板块—6 月用电量同比增长 5.2%、增速环比上升 0.9pct。在自去年 11 月以来的连续增速下滑后，今年 4 月起持续改善。

■ 区域视角：6 月，河南受高温影响新增用电量贡献率最高。6M24 各省用电增量贡献率前五省份分别为河南、山东、云南、江苏、新疆，前五名省份增量贡献率合计高达 47.4%，新增贡献率最高的河南贡献率达 11.6%，主因 6 月中上旬河南遭遇大范围持续高温天气。2024 年 1~6 月各省累计用电增量贡献率前五省份依次为江苏、广东、新疆、内蒙和浙江，前五名省份合计贡献率达 40.7%。

### 投资建议

■ 火电：建议关注发电资产主要布局在电力供需偏紧、发电侧竞争格局较好地区的火电企业浙能电力、皖能电力；核电：建议关注电价市场化占比提升背景下的核电龙头企业中国核电。水电：建议关注来水改善、电价稳定、分红能力及分红意愿强的水电运营商长江电力新能源发电：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。

### 风险提示

■ 新增装机容量不及预期；下游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盈利等。

## 内容目录

|   |    |
|---|----|
| 1、分部门看：6M24 二产用电新增贡献率达 61.0%.....           | 4  |
| 2、分板块看：仅能源、交运板块用电增速环比提升.....                | 5  |
| 2.1 整体：地产周期、制造板块用电增速高于前 5 年平均增速.....        | 5  |
| 2.2 TMT 板块：用电需求同比增长 8.0%，增速连续 3 个月环比下降..... | 7  |
| 2.3 能源板块：用电需求同比增长 7.9%，增速环比基本持平.....        | 8  |
| 2.4 地产周期板块：建筑业用电降幅最大，四大高能耗行业新增贡献率最高.....    | 8  |
| 2.5 制造板块：电气设备制造业增速仍居高位，TMT 制造业新增贡献率最高.....  | 9  |
| 2.6 消费板块：批零行业用电量增速连续 9 个月位列子行业第一.....       | 11 |
| 2.7 交运板块：铁路大规模检修结束，板块用电增速持续改善.....          | 12 |
| 3、分地区看：6M24 西北、西南地区用电量领涨.....               | 13 |
| 4、投资建议.....                                 | 14 |
| 5、风险提示.....                                 | 14 |

## 图表目录

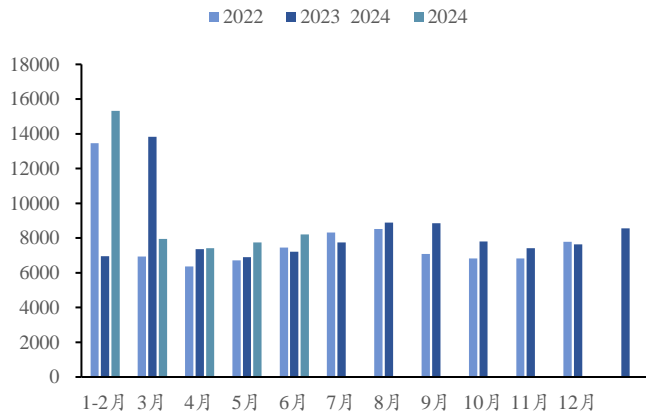
|   |    |
|---|----|
| 图表 1：6M24 用电量 8205.0 亿千瓦时（亿千瓦时）.....                    | 4  |
| 图表 2：6M24 全社会用电增速为 5.9%.....                            | 4  |
| 图表 3：6 月一/二/三产和居民用电占比分别为 1.6%/64.6%/19.6%/14.2%.....    | 4  |
| 图表 4：6 月一/二/三产和居民用电新增贡献率分别为 1.4%/61.0%/24.9%/12.7%..... | 4  |
| 图表 5：6 月高耗能用电增速环比降低 1.0pct.....                         | 5  |
| 图表 6：6 月高耗能新增贡献率环比提升 0.1pct.....                        | 5  |
| 图表 7：6M24 地产板块用电量增速高于前五年均值.....                         | 6  |
| 图表 8：6M24 能源板块用电量增速低于前五年均值.....                         | 6  |
| 图表 9：6M24 交运板块用电量增速低于前五年均值.....                         | 6  |
| 图表 10：6M24 消费板块用电量增速低于前五年均值.....                        | 6  |
| 图表 11：6M24 制造板块用电量增速高于前五年均值.....                        | 6  |
| 图表 12：6M24 TMT 板块用电量增速低于前五年均值.....                      | 6  |
| 图表 13：除能源、交运和 TMT 板块外，6M24 其余板块用电量增速均高于前五年均值.....       | 7  |
| 图表 14：六大板块中 TMT、能源、制造板块日均用电量同比增速最高.....                 | 7  |
| 图表 15：TMT 板块 6 月用电量同比上升 8.0%.....                       | 7  |
| 图表 16：6 月，能源板块月度用电量同比上升 7.9%.....                       | 8  |
| 图表 17：地产周期板块 6 月用电增速为 5.2%、增速环比-0.9pct.....             | 8  |
| 图表 18：子板块中除建筑业用电量增速为负，其余均实现正增长.....                     | 8  |
| 图表 19：用电占比最高的四大高耗能行业贡献率最高、达 55.3%.....                  | 9  |
| 图表 20：农业用电日均环比增幅最大、达 35.0%.....                         | 9  |
| 图表 21：6 月制造板块用电量增速为 7.6%，增速相较 5 月份环比降低 2.8pct.....      | 10 |
| 图表 22：6 月制造各子行业用电增速基本实现环比下降.....                        | 10 |
| 图表 23：仅设备修理同比增速上升，为 2.6%.....                           | 10 |
| 图表 24：TMT 制造业新增用电贡献率最高，达 28.2%.....                     | 10 |

|  |    |
|--|----|
| 图表 25: 板块所有细分子行业日均用电量同比均上升 .....         | 11 |
| 图表 26: 6 月消费板块用电量增速 6.6%、环比-2.9pct ..... | 11 |
| 图表 27: 6 月批发和零售业用电同比增速最高、达 11.9% .....   | 11 |
| 图表 28: 6 月批发零售业用电新增贡献率最高、达 64.8% .....   | 12 |
| 图表 29: 6 月所有行业日均用电环比上升 .....             | 12 |
| 图表 30: 6 月交运板块用电量同比+5.2%、增速+0.9pct ..... | 13 |
| 图表 31: 6M24 西北、西南地区用电量领涨 .....           | 13 |
| 图表 32: 6 月河南当月用电增量贡献率最高 .....            | 14 |
| 图表 33: 1~6 月江苏累计用电增量贡献率最高 .....          | 14 |

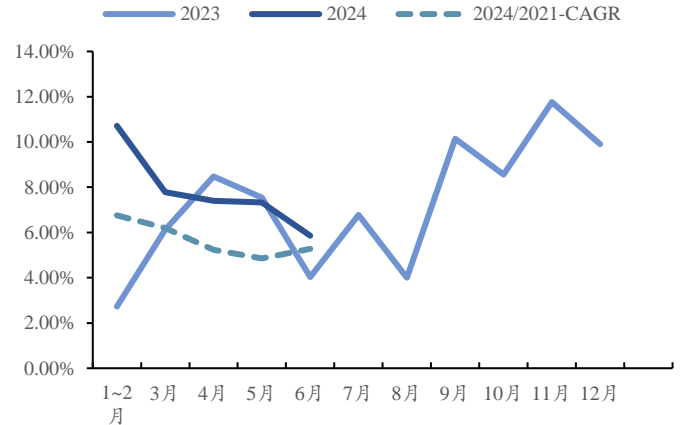
## 1、分部门看：6M24 二产用电新增贡献率达 61.0%

- 6月全社会用电增速为5.9%，三大产业均实现同比正增长。6月全社会用电量8205.0亿千瓦时。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61.0%，且同比变化幅度最大（同比上升34.9pct），说明6月工业稳步复苏，对国内用电需求增长起到明显支撑作用。

图表1：6M24 用电量 8205.0 亿千瓦时（亿千瓦时）



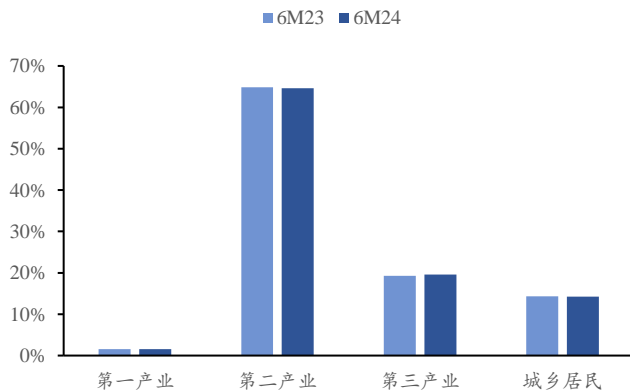
图表2：6M24 全社会用电增速为 5.9%



来源：中电联、国金证券研究所

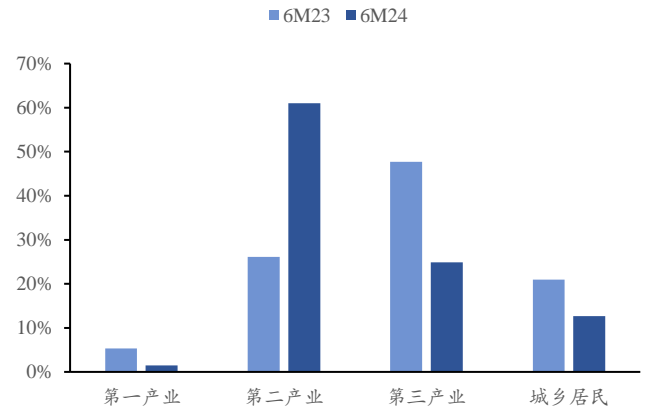
来源：中电联、国金证券研究所

图表3：6月一/二/三产和居民用电占比分别为 1.6%/64.6%/19.6%/14.2%



来源：中电联、国金证券研究所

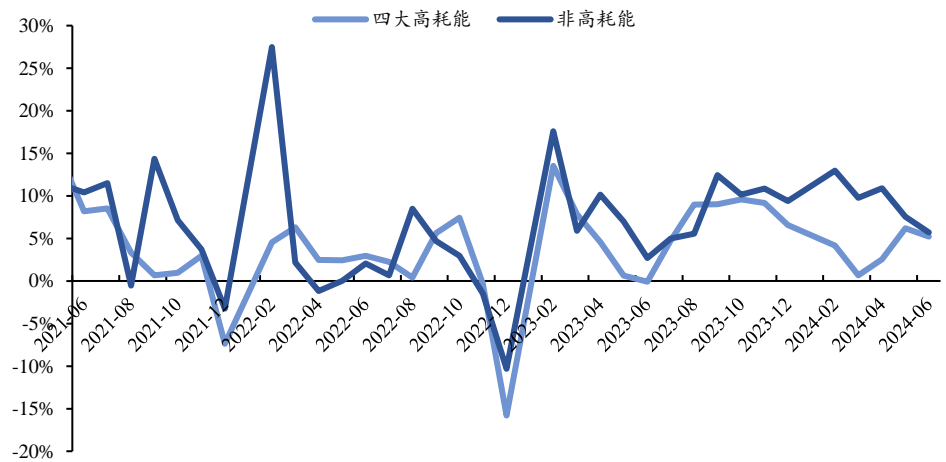
图表4：6月一/二/三产和居民用电新增贡献率分别为 1.4%/61.0%/24.9%/12.7%



来源：中电联、国金证券研究所

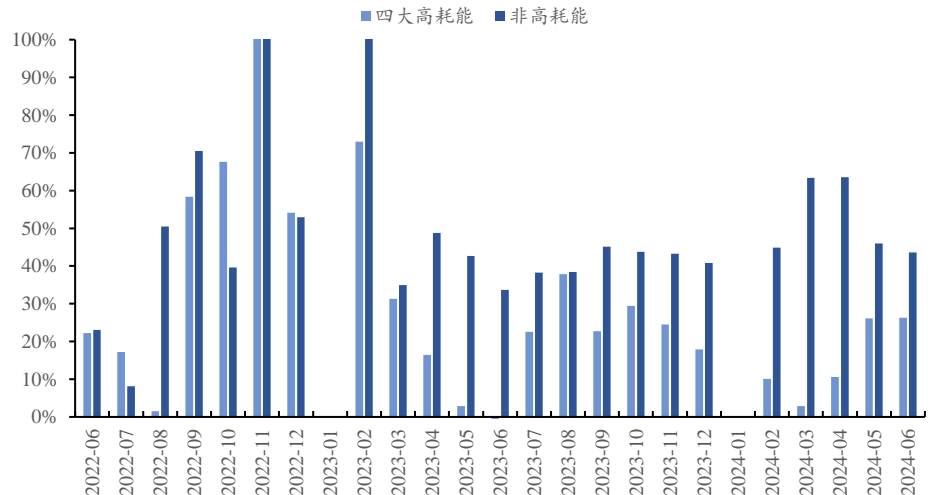
- 四大高耗能行业用电需求环比回落2.7%。6月高耗能行业用电需求同比增长5.2%，增速环比降低1.0pct，但增量贡献率环比提升0.1pct。同比增速虽略有回落，但6月用电需求整体延续开年以来的景气度，并且与5月类似、受上年同期低基数的影响增速较高，或因西南来水改善、能源价格中枢同比下移使得产能利用情况持续边际改善。

图表5: 6月高耗能用电增速环比降低1.0pct



来源: 中电联、国金证券研究所

图表6: 6月高耗能新增贡献率环比提升0.1pct



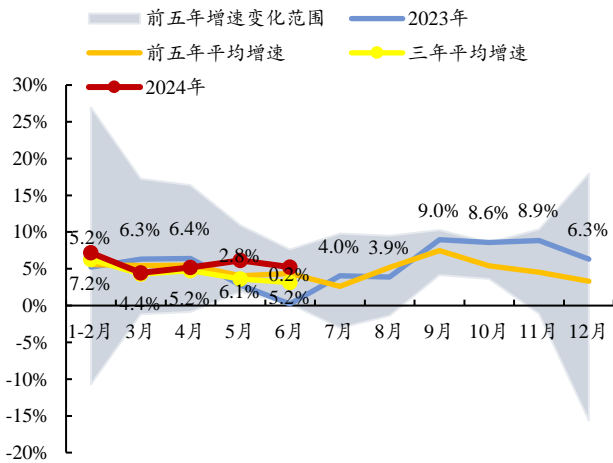
来源: 中电联、国金证券研究所

## 2、分板块看：仅能源、交运板块用电增速环比提升

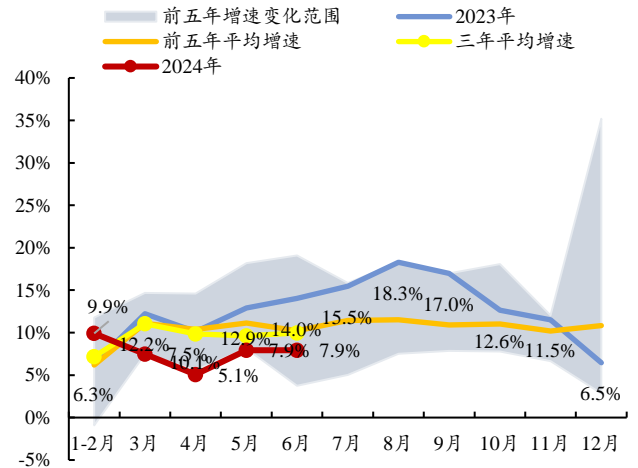
### 2.1 整体：地产周期、制造板块用电增速高于前5年平均增速

- 六大板块用电量均实现正增长，地产周期、能源、交运、消费、制造、TMT 板块分别同比增长 5.2%、7.9%、5.2%、6.6%、7.6%和 8.0%。能源、交运板块用电增速环比提升，分别提升 0.01、0.90pct；地产周期、消费、制造、TMT 板块用电增速环比有所回落。其中地产周期、制造板块用电增速高于前五年平均增速，或因地产政策组合拳落地效果初步显现、行业处在筑底阶段；能源、交运、消费、TMT 板块用电增速低于前五年平均增速。

图表7: 6M24 地产板块用电量增速高于前五年年均值



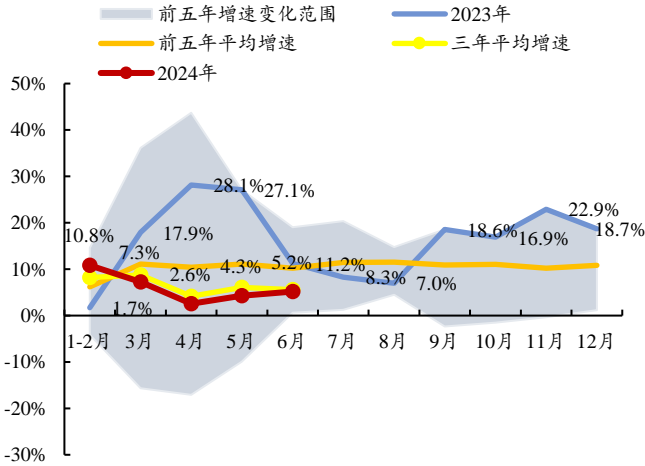
图表8: 6M24 能源板块用电量增速低于前五年年均值



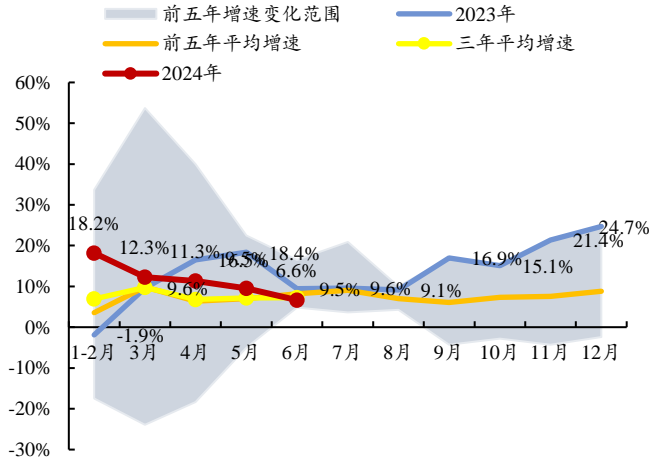
来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年年平均指 2018-2023 年 CAGR、三年平均增速指 2021-2024 年 CAGR)

来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年年平均指 2018-2023 年 CAGR、三年平均增速指 2021-2024 年 CAGR)

图表9: 6M24 交运板块用电量增速低于前五年年均值



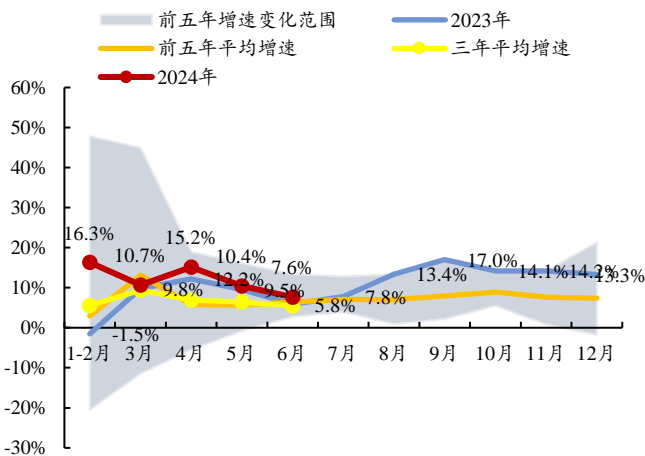
图表10: 6M24 消费板块用电量增速低于前五年年均值



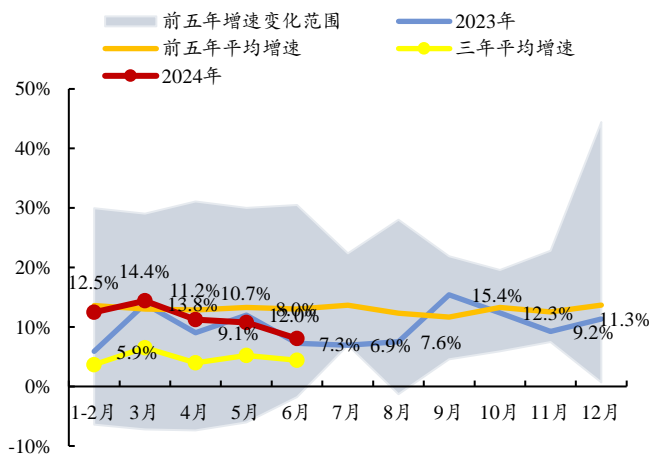
来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年年平均指 2018-2023 年 CAGR、三年平均增速指 2021-2024 年 CAGR)

来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年年平均指 2018-2023 年 CAGR、三年平均增速指 2021-2024 年 CAGR)

图表11: 6M24 制造板块用电量增速高于前五年年均值



图表12: 6M24 TMT 板块用电量增速低于前五年年均值



来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年年平均指 2018-2023 年 CAGR、三年平均增速指 2021-2024 年 CAGR)

来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年年平均指 2018-2023 年 CAGR、三年平均增速指 2021-2024 年 CAGR)

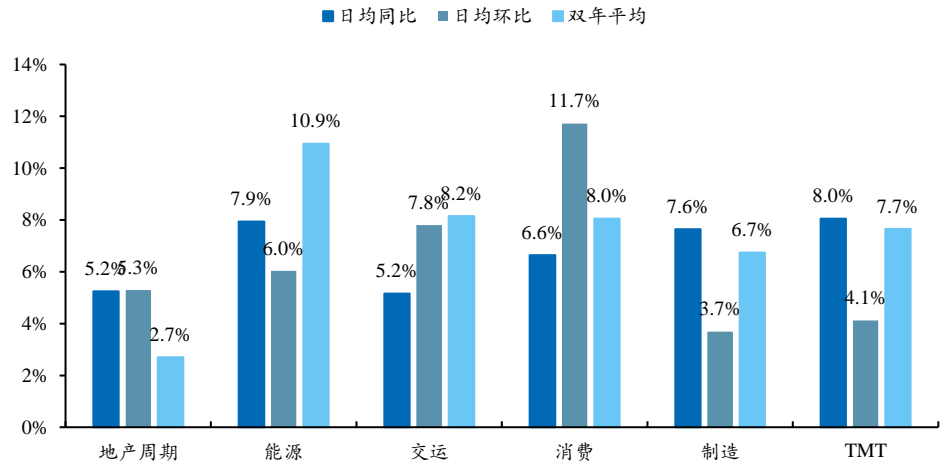
图表13: 除能源、交运和TMT板块外, 6M24其余板块用电量增速均高于前五年均值

|               | 地产周期  | 能源     | 交运      | 消费     | 制造     | TMT    |        |
|---------------|-------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 6月同比          | 5.24% | 7.94%  | 5.16%   | 6.64%  | 7.64%  | 8.05%  |        |
| 2024/2021CAGR | 3.13% | 9.96%  | 5.59%   | 7.21%  | 5.44%  | 4.41%  |        |
| 2023/2018CAGR | 4.35% | 10.23% | 7.52%   | 8.14%  | 6.39%  | 13.03% |        |
| 历史同比          | 2018年 | 10.06% | -44.98% | 18.65% | 4.34%  | 4.78%  | 25.23% |
|               | 2019年 | 6.51%  | 3.73%   | 6.76%  | 4.82%  | 2.74%  | 9.14%  |
|               | 2020年 | 3.59%  | 6.97%   | 1.00%  | 4.79%  | 7.48%  | 30.48% |
|               | 2021年 | 7.62%  | 19.07%  | 19.04% | 16.53% | 13.37% | 22.97% |
|               | 2022年 | 3.99%  | 8.00%   | 0.64%  | 5.56%  | 2.88%  | -1.79% |
|               | 2023年 | 0.23%  | 14.03%  | 11.23% | 9.47%  | 5.84%  | 7.27%  |

来源: 中电联、国金证券研究所 (注: 前五年年平均指 2018-2023 年 CAGR、三年平均增速指 2021-2024 年 CAGR)

- 6月, 从日均用电量同比来看, 六大板块中TMT、能源、制造板块日均用电量同比增速最高, 分别为8.0%、7.9%、7.6%; 消费和交运板块日均用电量环比增速最高, 分别为11.7%、7.8%; 能源、交运和消费板块日均用电量双年平均增速最高, 分别为10.9%、8.2%、8.0%。

图表14: 六大板块中TMT、能源、制造板块日均用电量同比增速最高

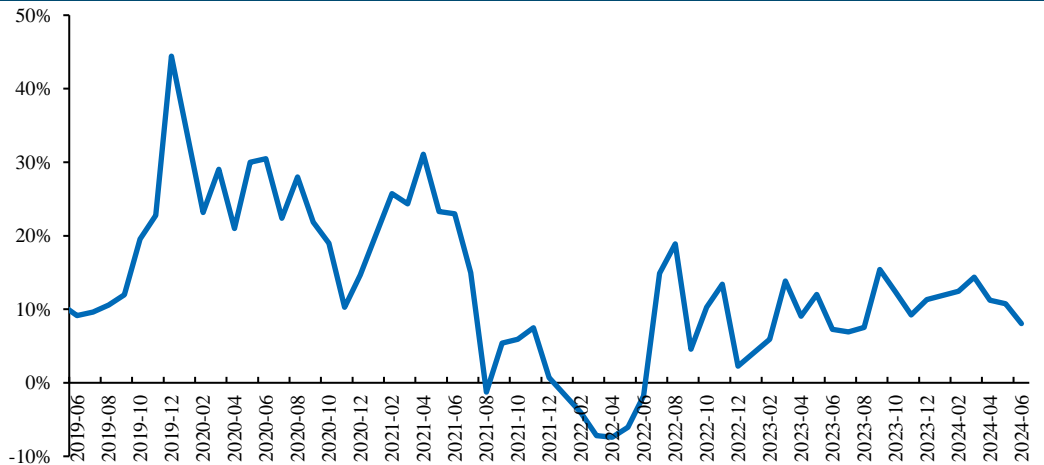


来源: 中电联、国金证券研究所

## 2.2 TMT 板块: 用电需求同比增长 8.0%, 增速连续 3 个月环比下降

- TMT 板块 6 月用电量同比上升 8.0%、增速环比下降 2.7pct。板块维持同比增长, 但增速自 4M24 以来连续 3 个月环比下降。

图表15: TMT 板块 6 月用电量同比上升 8.0%

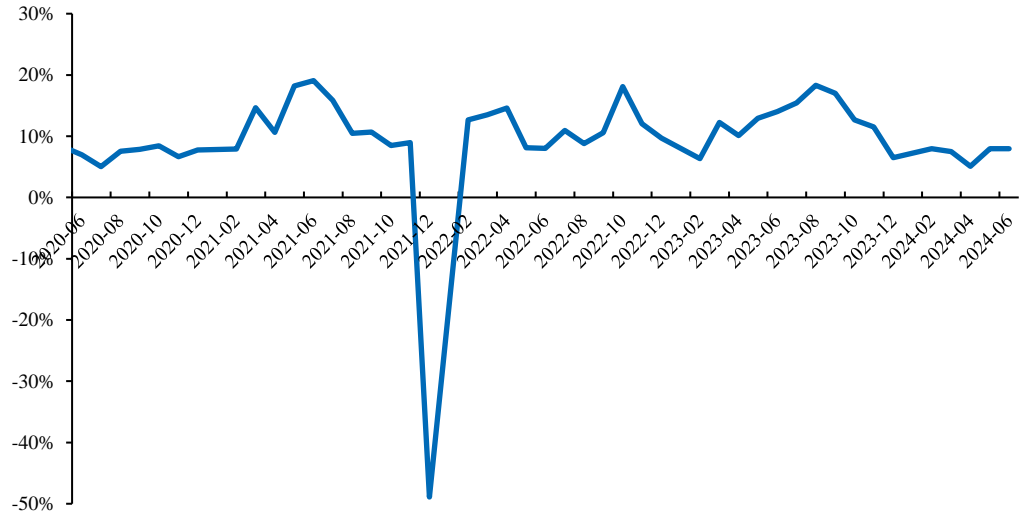


来源: 中电联、国金证券研究所

### 2.3 能源板块：用电需求同比增长 7.9%，增速环比基本持平

- 6月，能源板块月度用电量同比上升 7.9%，增速相比 5 月环比基本持平。作为化学原料和化学制品制造业的下游，受到化工行业生产端景气度较高的影响，燃料加工工业用电需求维持高增速。

图表16：6月，能源板块月度用电量同比上升 7.9%

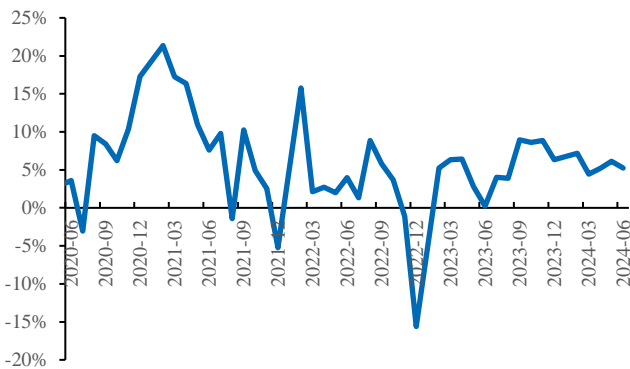


来源：中电联、国金证券研究所

### 2.4 地产周期板块：建筑业用电降幅最大，四大高能耗行业新增贡献率最高

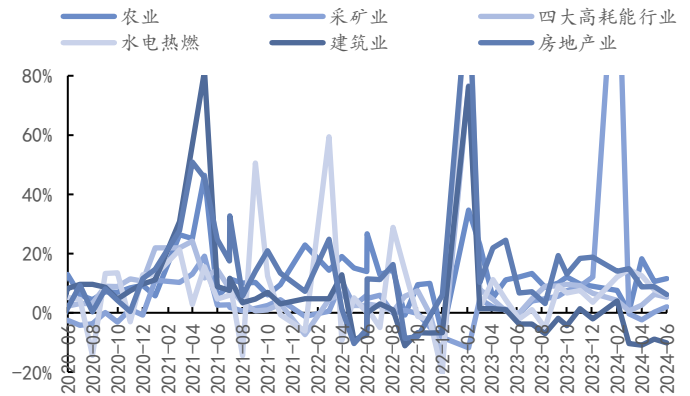
- 地产周期板块 6 月用电增速为 5.2%、增速环比-0.9pct。子板块中除建筑业用电量增速为负外，其余均实现正增长。日均同比来看，建筑业用电降幅最大、达-10.1%；日均环比来看，所有行业用电量均上升，其中农业用电增幅最大、达 35.0%，符合季节性特征。从用电占比和新增贡献率上看，用电占比最高的四大高耗能行业新增贡献率最高，达 55.3%。

图表17：地产周期板块 6 月用电增速为 5.2%、增速环比 -0.9pct



来源：中电联、国金证券研究所

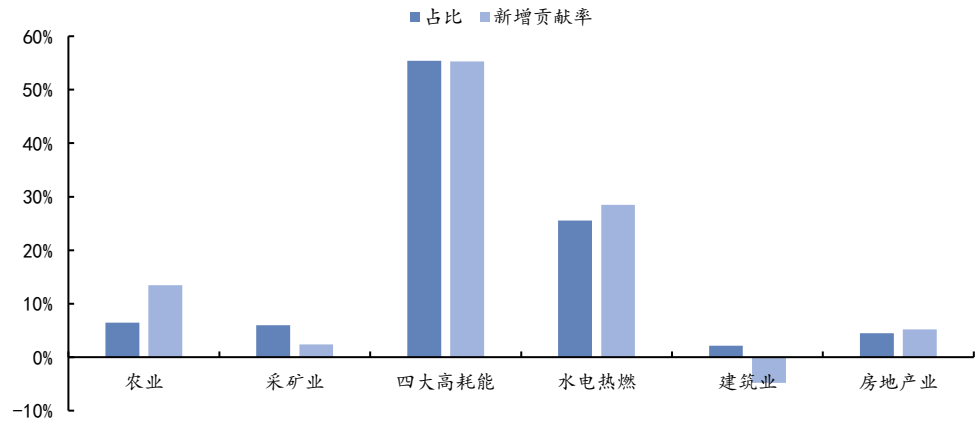
图表18：子板块中除建筑业用电量增速为负，其余均实现正增长



来源：中电联、国金证券研究所（图为地产周期板块各子行业月度用电量增速）

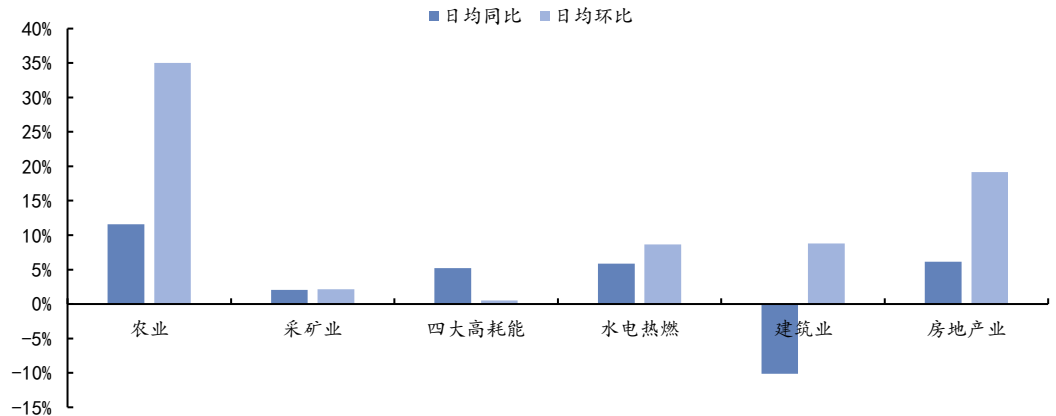


图表19: 用电占比最高的四大高耗能行业贡献率最高、达 55.3%



来源: 中电联、国金证券研究所

图表20: 农业用电日均环比增幅最大, 达 35.0%

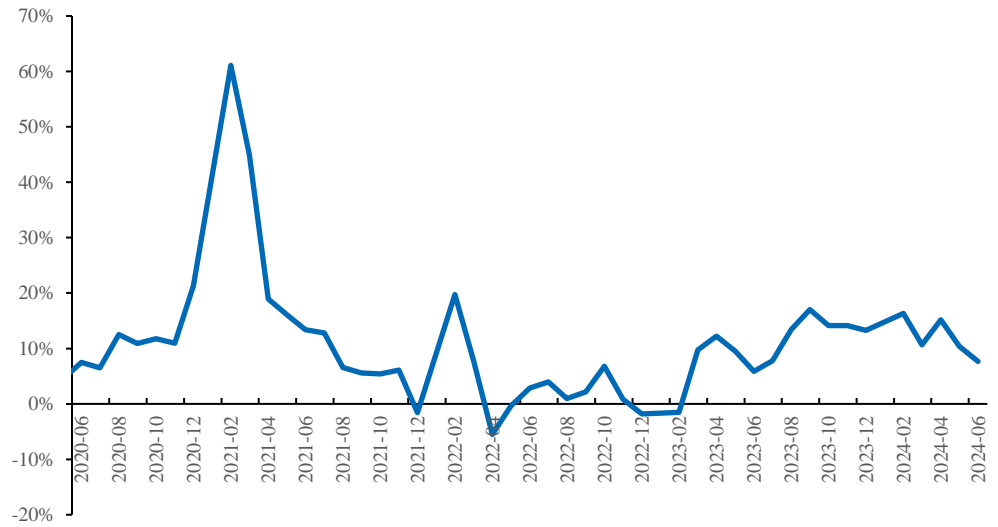


来源: 中电联、国金证券研究所

### 2.5 制造板块: 电气设备制造业增速仍居高位, TMT 制造业新增贡献率最高

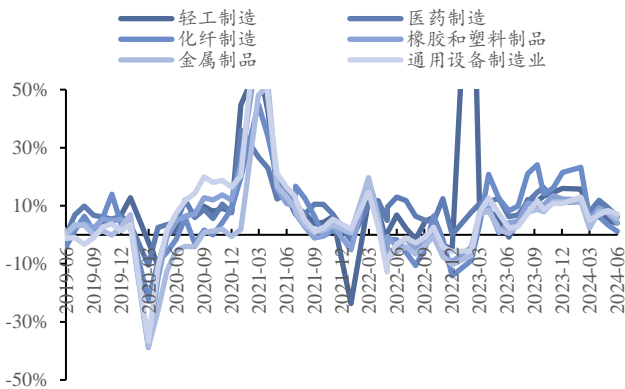
- 6月制造板块用电量1386.5亿千瓦时、同比增长7.6%，同比增速相较5月份环比回落2.8pct，但绝对量环比小幅提升4.8亿千瓦时，说明我国6月制造业生产端景气度延续、但增长拉动率有所下滑。各子行业增速基本环比下降，仅设备修理行业增速环比微增0.3pct。细分子行业分析，新兴制造板块在增速、增量贡献率方面领先，尤其是涉及电新产业链的电气设备制造业同比增速最高，达15.5%；TMT制造新增用电贡献率最高，为28.2%。日均用电量同比来看，所有细分子行业用电量均上升；环比来看，除废弃资源综合利用行业外，其余细分子行业日均用电量环比均上升。

图表21: 6月制造板块用电量增速为7.6%，增速相较5月份环比降低2.8pct



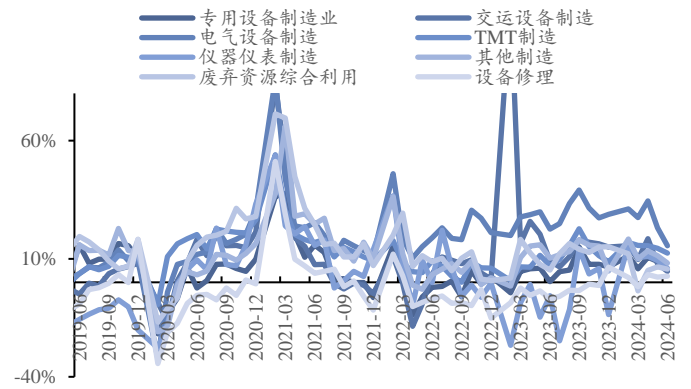
来源：中电联、国金证券研究所

图表22: 6月制造各子行业用电增速基本实现环比下降



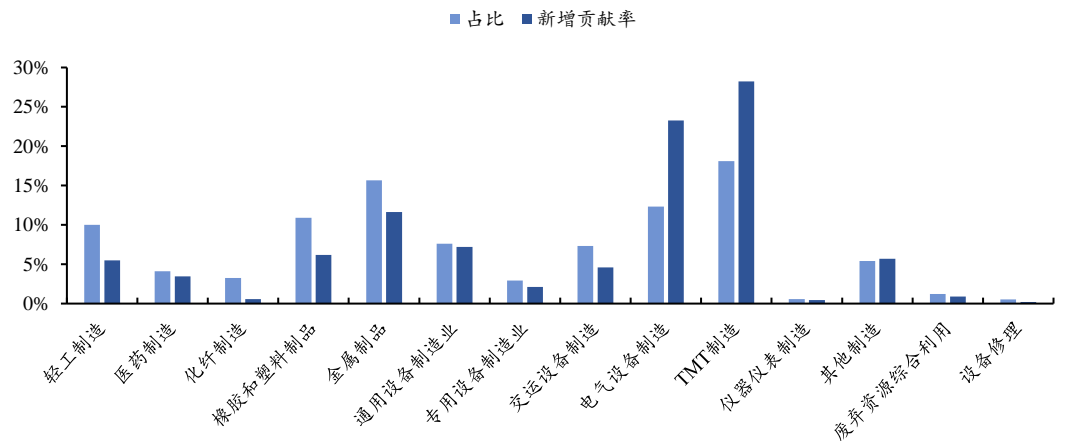
来源：中电联、国金证券研究所（图为制造板块各子行业月度用电增速）

图表23: 仅设备修理同比增速上升，为2.6%



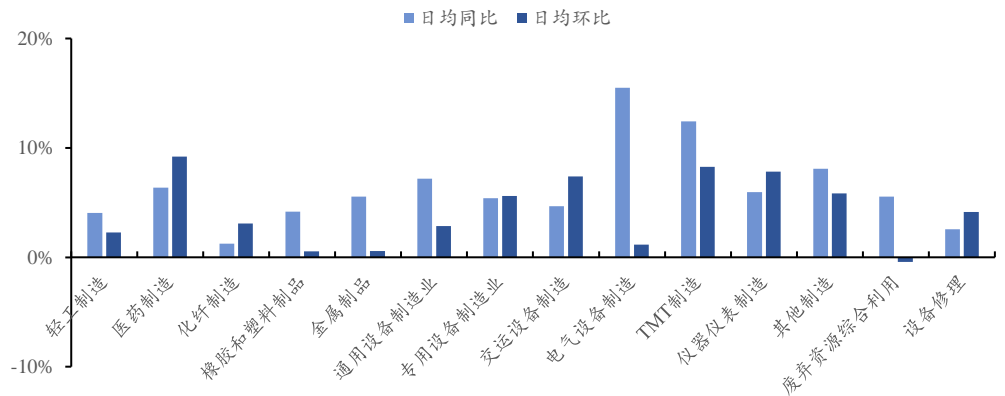
来源：中电联、国金证券研究所（图为制造板块各子行业月度用电增速）

图表24: TMT制造业新增用电贡献率最高，达28.2%



来源：中电联、国金证券研究所

图表25: 板块所有细分子行业日均用电量同比均上升



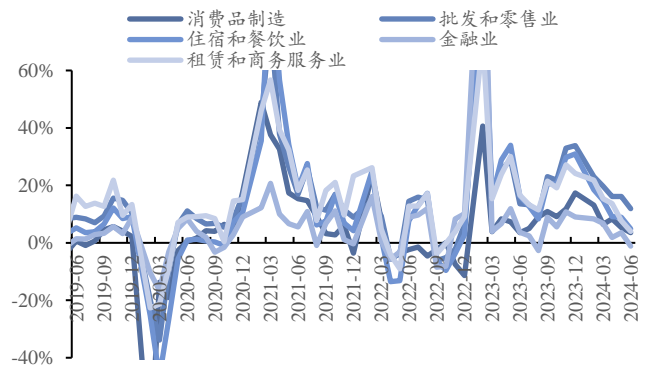
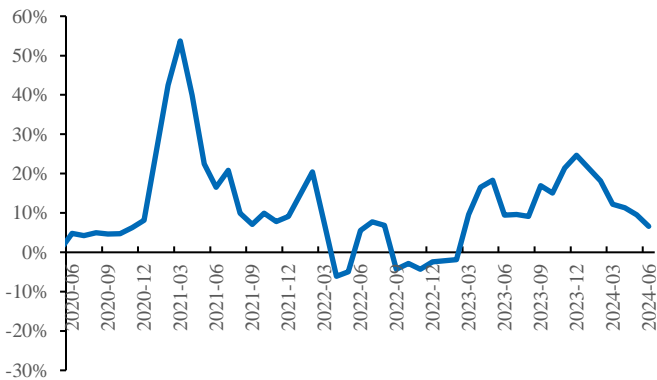
来源: 中电联、国金证券研究所

### 2.6 消费板块: 批零行业用电量增速连续9个月位列子行业第一

- 6月低基数效应进一步减弱, 消费板块用电量增速放缓、环比下滑2.9pct。6月消费板块用电量同比增长6.6%, 增速已低于前五年及近三年平均增速(见图22)。从细分行业看, 除金融业外各行业实现同比稳健增长, 其中批发和零售业用电同比增速最高、达11.9%, 已连续9个月位列子行业增速第一; 金融业用电增速时隔8个月再次转负、同比下降1.2%。日均用电量环比来看, 细分子板块所有行业用电量均上升, 其中租赁和商务服务业日均用电环比涨幅最大、达20.4%。从新增贡献率看, 批发和零售业贡献率达64.8%, 在细分子行业中持续位列第一, 说明批发和零售业仍是2023年至今拉动消费板块用电需求复苏的主要引擎。

图表26: 6月消费板块用电量增速6.6%、环比-2.9pct

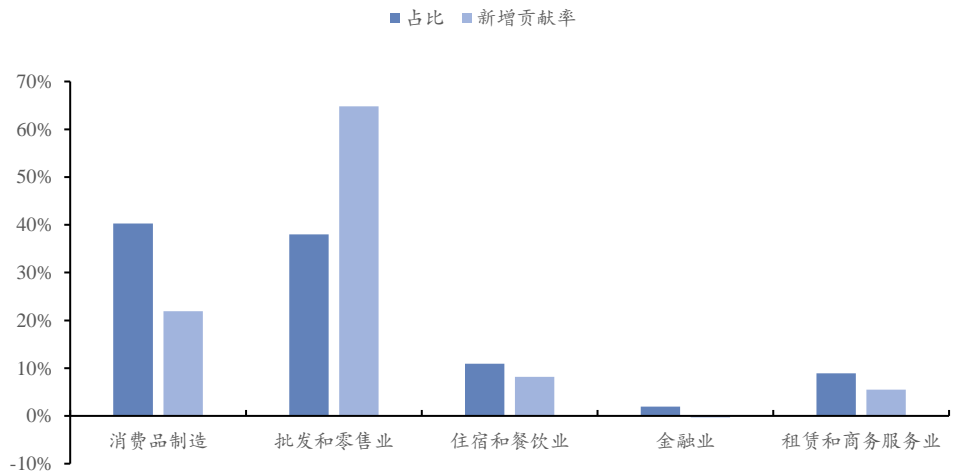
图表27: 6月批发和零售业用电同比增速最高、达11.9%



来源: 中电联、国金证券研究所

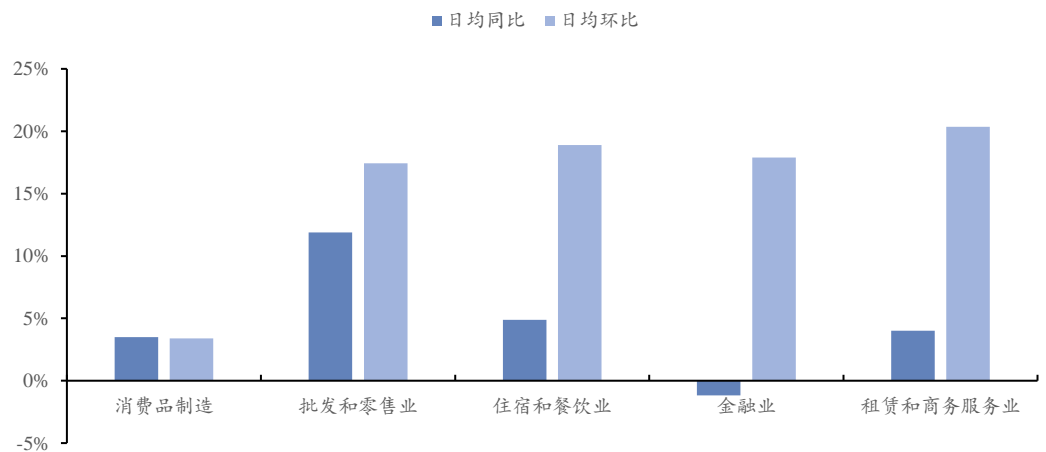
来源: 中电联、国金证券研究所 (图为消费板块各子行业月度用电增速)

图表28: 6月批发零售业用电新增贡献率最高, 达64.8%



来源: 中电联、国金证券研究所

图表29: 6月所有行业日均用电环比上升

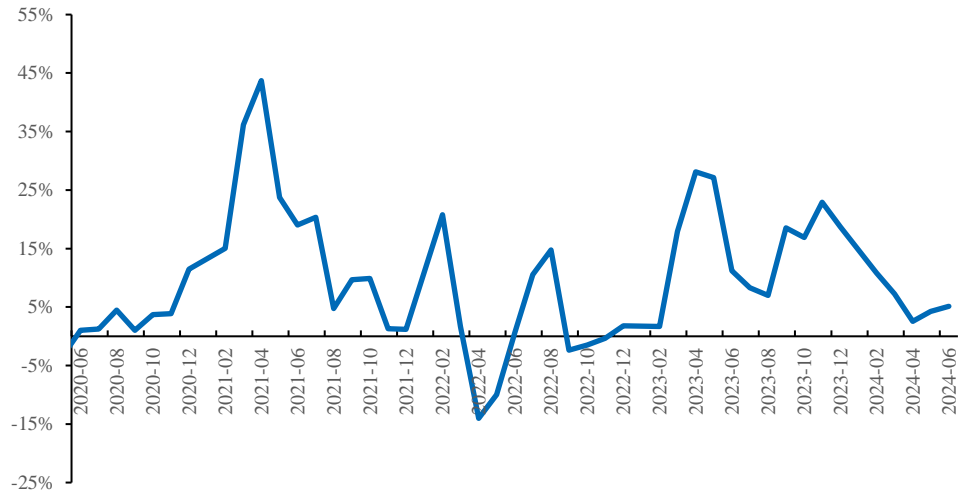


来源: 中电联、国金证券研究所

## 2.7 交运板块: 铁路大规模检修结束, 板块用电增速持续改善

- 6月, 交运板块用电量同比增长5.2%、增速环比上升0.9pct。在自去年11月以来的连续增速下滑后, 今年4月起持续改善。

图表30：6月交运板块用电量同比+5.2%、增速+0.9pct

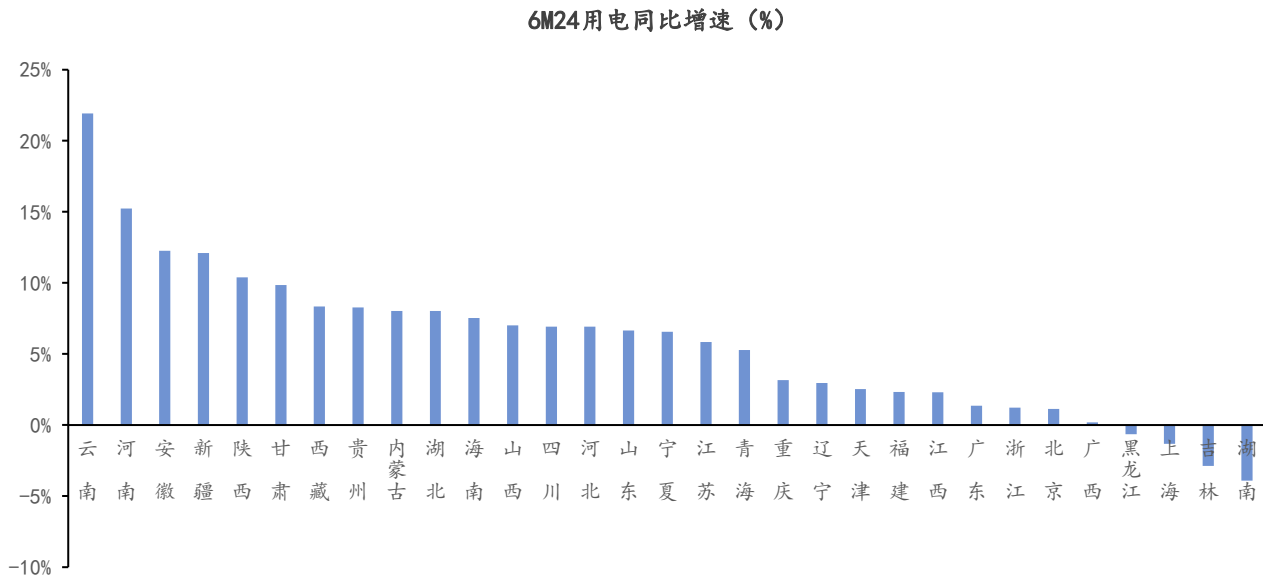


来源：中电联、国金证券研究所

### 3、分地区看：6M24 西北、西南地区用电量领涨

- 6月云南、河南地区用电量领涨。6月全国除湖南、吉林、上海、黑龙江以外，其余省份用电增速均为正；增速前十的省份主要集中在西北和西南地区，以及华中部分省区，依次为：云南、河南、安徽、新疆、陕西、甘肃、西藏、贵州、内蒙古、湖北，用电量分别同比增长21.9%、15.2%、12.3%、12.1%、10.4%、9.9%、8.3%、8.3%、8.0%、8.0%。

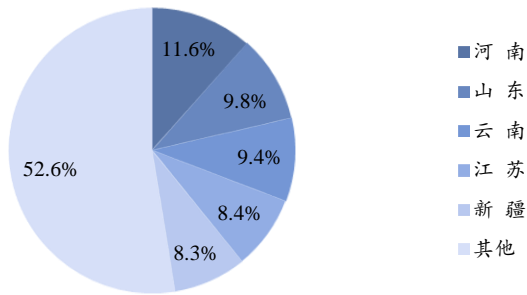
图表31：6M24 西北、西南地区用电量领涨



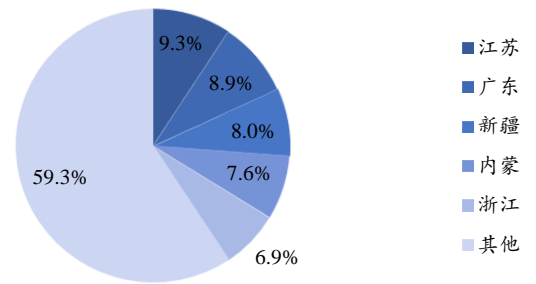
来源：中电联、国金证券研究所

- 6月，河南受高温影响新增用电量贡献率最高。6M24 各省用电增量贡献率前五省份分别为河南、山东、云南、江苏、新疆，前五名省份增量贡献率合计高达 47.4%，新增贡献率最高的河南贡献率达 11.6%，主因 6 月中上旬河南遭遇大范围持续高温天气。2024 年 1~6 月各省累计用电增量贡献率前五省份依次为江苏、广东、新疆、内蒙和浙江，前五名省份合计贡献率达 40.7%。

图表32：6月河南当月用电增量贡献率最高



图表33：1~6月江苏累计用电增量贡献率最高



来源：中电联、国金证券研究所（图为6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（图为1~6月全国各省累计用电增量贡献率）

#### 4、投资建议

##### ■ 火电板块：

22年3亿吨煤炭核增产能基本释放，国内煤炭供需紧张局面趋缓，火电业绩已有实质性改善。建议关注发电资产主要布局在电力供需偏紧、发电侧竞争格局较好地区的火电企业，如浙能电力、皖能电力。

##### ■ 水电板块：

建议关注来水改善、电价稳定、分红能力及分红意愿强的水电运营商长江电力。

##### ■ 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。

##### ■ 新能源板块：

在光伏组件降本背景下，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。

#### 5、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<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址: 北京市东城区建国内大街 26 号<br>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<br>18 楼 1806 |