

公用事业及环保产业行业研究

公共事业与环保组
分析师：张君昊（执业 S1130524070001）
zhangjunhao1@gjq.com.cn

11 月用电：需求景气度偏弱，增速下滑

投资逻辑

■ 拆分 11M24 用电数据——总量及分板块视角：

1) 11 月全社会用电量 7848.67 亿千瓦时，一/二/三产用电量均稳步增长。其中，居民用电对全社会用电量新增贡献率达 12.3%、同比提升 2.0pct；第二产业用电新增贡献率最高、达 55.9%，新增贡献率较上年同期下降 4.9pct。11 月天气转凉进入传统用电淡季，居民部门用电需求增量贡献率环比回落，第二产业成为用电需求增长的重要支柱；在国内消费和内需稳步修复下，工业企业盈利状况改善，推动工业制造业部门增加产出供给，带动二产用电量增长。此外，经济活动恢复常态，服务业保持稳健扩张态势是拉动三产用电增速走高的主要原因。

2) TMT 板块 11 月用电量同比上升 14.2%、增速环比增长 1.4pct，主因 AI 产业链发展带动网络信息和软件服务相关领域用电持续高增，TMT 板块在新兴制造业中具备较强的增长韧性。

3) 能源板块——11 月能源板块月度用电量同比上升 4.3%，增速相比 10 月环比下降 0.9pct。11 月居民出行需求增加，叠加基建和户外施工项目开工增多，对燃料需求形成支撑。

4) 地产周期板块——11 月用电增速为 0.8%。子板块中只有建筑业行业用电量增速为负，其余均实现正增长；从用电占比和新增贡献率上看，四大高耗能行业用电占比最高达 56.4%；而水电热燃新增贡献率最高、达 74.0%。

5) 制造板块——11 月制造板块用电量同比增长 5.9%；增速环比不变。大部分子行业增速环比上升，其中废弃资源综合利用上升幅度最大达 290.2pct。设备修理增速环比下降幅度最大、下降 98.7pct，TMT 制造业同比增速最高，达 11.9%；同时 TMT 制造新增用电贡献率也居子行业之首达 33.3%，或因互联网科技的迅速发展。

6) 消费板块——11 月消费板块用电量同比增长 6.1%、环比下降 2.6pct。从细分行业看，除金融业外各行业均实现同比增长。其中批发和零售业用电同比增速最高，达 9.5%，已连续一年位列子行业增速第一。除线下消费持续修复外，还因电动车渗透率提升驱动的充换电服务业用电增长。

7) 交运板块——11 月交运板块用电量同比增长 4.3%、增速环比下降 1.0pct，用电增速连续两个月环比下滑，或受去年同期基数较高影响。

■ 区域视角：11 月西藏用电量同比增长 11.7%领跑全国，增速前十省份主要集中在中西部地区，用电增速 TOP10 由高到低依次为：西藏、云南、重庆、浙江、新疆、安徽、广东、福建、广西、内蒙古。高温影响边际减弱，川渝和华东地区用电量同比增速环比明显回落，但用电增速仍排名靠前；福建、广东等东南沿海地区 11 月平均气温高于去年同期，支撑用电需求同比高增。11 月各省用电增量贡献率前五省份分别为广东、浙江、云南、新疆、内蒙古，前五省份增量贡献率合计高达 59.1%，其中新增贡献率最高的广东贡献率达 16.5%，或因：1) 11 月广东省平均气温较上年同期偏高，对气温较为敏感的居民和三产用电需求保持刚性；2) 一揽子促进房地产市场止跌回稳的措施成效显著，地产链用电量有所回升。

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，如皖能电力、浙能电力。水电板块：建议关注水电运营商龙头长江电力。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。新能源板块：建议关注区域性风电运营商云南能投。

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：入秋后用电需求季节性回落，二产支撑增长	4
2、分板块看：所有板块用电增速均环比回落	5
2.1 整体：仅 TMT 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 14.2%，增速环比增长 1.5pct	7
2.3 能源板块：用电需求同比增长 4.3%，增速环比下降 0.9pct	8
2.4 地产周期板块：建筑业用电降幅最大，水电热燃行业新增贡献率最高	8
2.5 制造板块：TMT 制造业增速居高位且新增贡献率最高	9
2.6 消费板块：充换电服务业支撑批零行业用电量增速保持子行业第一	11
2.7 交运板块：用电需求同比增长 4.3%，增速连续 2 个月环比下降	12
3、分地区看：11M24，西藏用电量同比+11.7%领跑全国	13
4、投资建议	13
5、风险提示	14

图表目录

图表 1：11M24 用电量 7848.7 亿千瓦时（亿千瓦时）	4
图表 2：11M24 全社会用电增速为 2.9%	4
图表 3：11 月一/二/三产和居民用电占比分别为 1.3%/68.8%/17.6%/12.3%	4
图表 4：11 月一/二/三产和居民用电新增贡献率分别为 3.4%/55.9%/28.5%/12.3%	4
图表 5：11 月高耗能用电增幅环比扩大 0.5pct	5
图表 6：11 月四大高耗能新增贡献率为 1.0%	5
图表 7：11M24 地产板块用电量增速低于前五年均值	6
图表 8：11M24 能源板块用电量增速低于前五年均值	6
图表 9：11M24 交运板块用电量增速低于前五年均值	6
图表 10：11M24 消费板块用电量增速低于前五年均值	6
图表 11：11M24 制造板块用电量增速低于前五年均值	6
图表 12：11M24 TMT 板块用电量增速高于前五年均值	6
图表 13：除 TMT 板块外，11M24 其余板块用电量增速均低于前五年均值	7
图表 14：六大板块中 TMT、消费板块日均用电量同比增速最高	7
图表 15：TMT 板块 11 月用电量同比上升 14.2%	7
图表 16：11 月，能源板块月度用电量同比上升 4.3%	8
图表 17：地产周期板块 11 月用电增速为 0.8%、增速环比降低 0.5pct	8
图表 18：子板块中只有建筑业行业用电量增速为负，其余均实现正增长	8
图表 19：四大高耗能行业用电占比最高达 56.4%；而水电热燃新增贡献率最高、达 74.0%	9
图表 20：日均同比来看，农业用电增幅最大、达 6.0%，日均环比来看，所有子板块均呈上升趋势	9
图表 21：11 月制造板块用电量增速为 5.9%，增速相较 10 月份环比保持一致	10
图表 22：11 月制造大部分子行业用电增速环比	10
图表 23：废弃资源综合利用增速环比上升幅度最大达 290.2pct	10
图表 24：TMT 制造业新增用电贡献率最高，达 33.3%	10

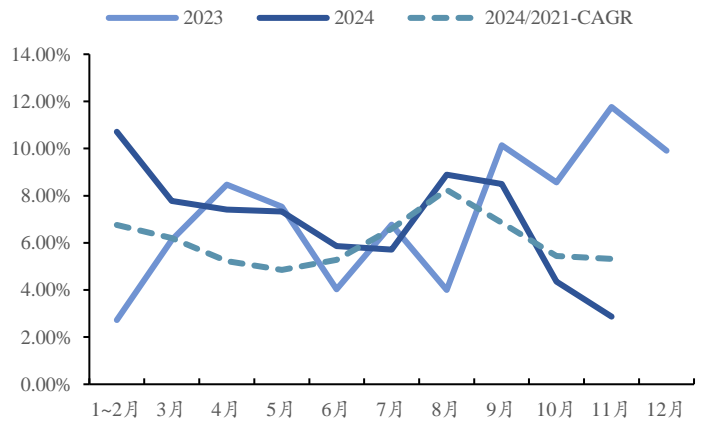
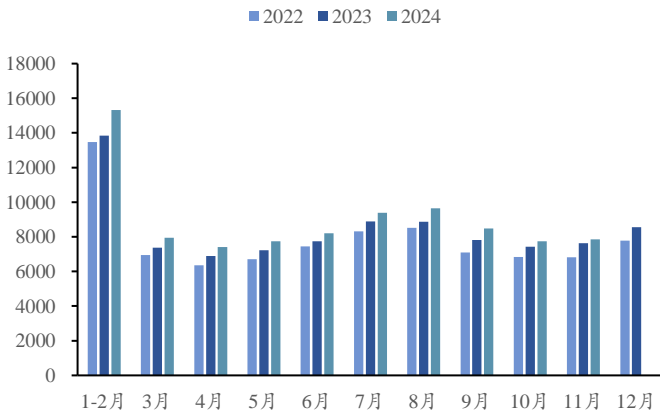
图表 25: 板块细分子行业除轻工制造下降 2.01%外, 其他行业日均用电量同比均上升	11
图表 26: 11 月消费板块用电量增速 5.9%、环比-2.8pct	11
图表 27: 11 月批发和零售业用电同比增速最高, 达 9.5%	11
图表 28: 11 月批发零售业用电新增贡献率最高、达 50.7%	12
图表 29: 11 月所有消费板块子行业日均用电同比和环比有升有降, 主受季节性影响	12
图表 30: 11 月交运板块用电量同比增长 4.3%、增速环比下降 1.0pct	12
图表 31: 11M24 西藏用电增速领跑全国	13
图表 32: 11 月广东当月用电增量贡献率最高	13
图表 33: 1-11 月江苏用电增量贡献率最高	13

1、分部门看：入秋后用电需求季节性回落，二产支撑增长

- 11月全社会用电增速为2.9%，三大产业均实现同比正增长。11月全社会用电量7848.7亿千瓦时，一/二/三产用电量均稳步增长。其中，居民用电对全社会用电量新增贡献率达12.3%、同比提升2.0pct；第二产业用电新增贡献率最高、达55.9%，新增贡献率较上年同期下降4.9pct。11月天气转凉进入传统用电淡季，居民部门用电需求增量贡献率环比回落，第二产业成为用电需求增长的重要支柱；在国内消费和内需稳步修复下，工业企业盈利状况改善，推动工业制造业部门增加产出供给，带动二产用电量增长。此外，经济活动恢复常态，服务业保持稳健扩张态势是拉动三产用电增速走高的主要原因。

图表1：11M24用电量7848.7亿千瓦时（亿千瓦时）

图表2：11M24全社会用电增速为2.9%

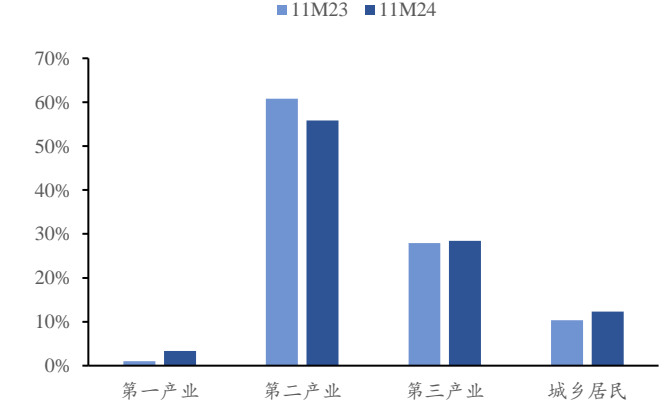
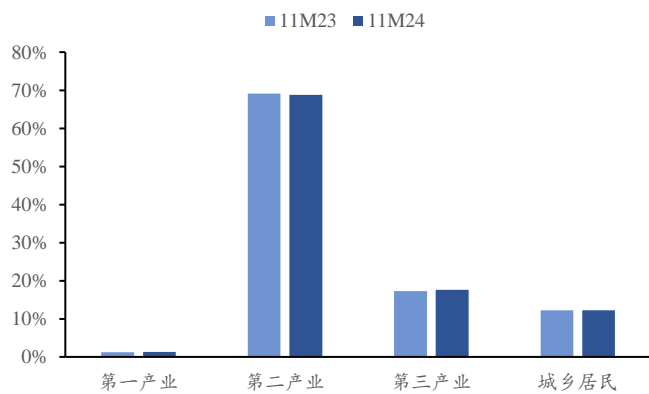


来源：中电联、国金证券研究所

来源：中电联、国金证券研究所

图表3：11月一/二/三产和居民用电占比分别为1.3%/68.8%/17.6%/12.3%

图表4：11月一/二/三产和居民用电新增贡献率分别为3.4%/55.9%/28.5%/12.3%

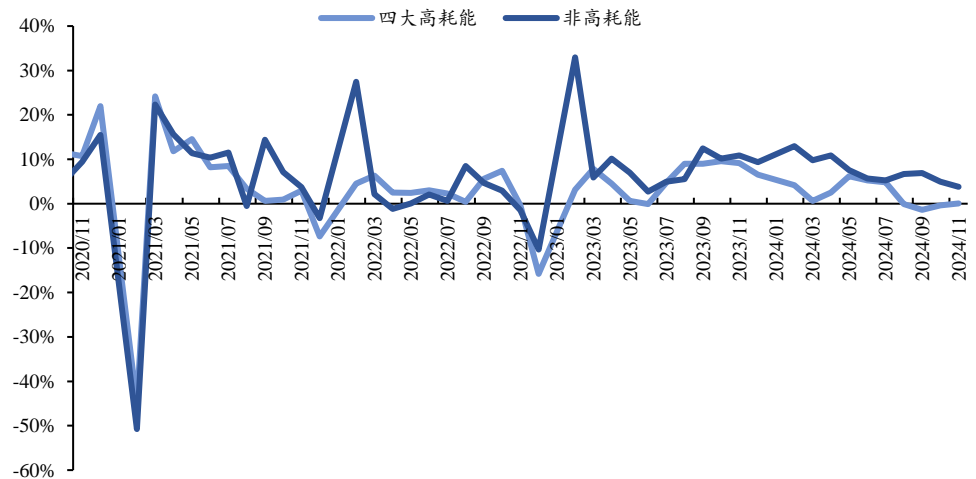


来源：中电联、国金证券研究所

来源：中电联、国金证券研究所

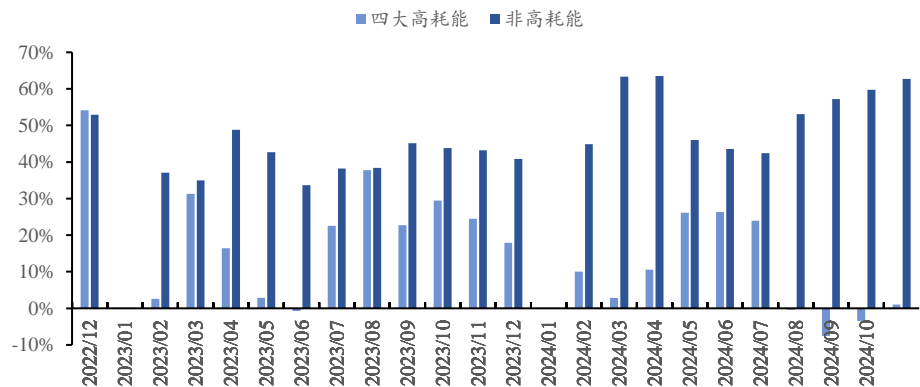
- 11月四大高耗能行业用电增量贡献率为1.2%，环比增长4.6pct。11月气温回落，用电需求与气温相关性较高的非高耗能行业用电量同比增长3.8%、增速环比上月回落1.2pct；高耗能行业用电需求同比上升0.1%，增幅环比扩大0.5pct，或因促进房地产市场止跌回稳的措施成效显著，地产链用电量有所回升。

图表5: 11月高耗能用电增幅环比扩大0.5pct



来源: 中电联、国金证券研究所

图表6: 11月四大高耗能新增贡献率为1.0%



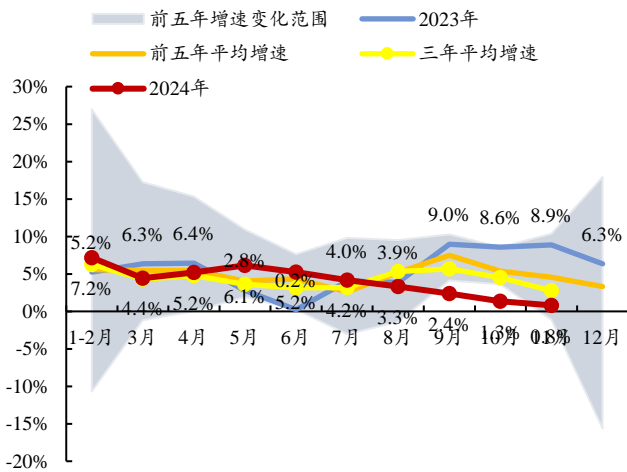
来源: 中电联、国金证券研究所 (已剔除总用电量负增长年份, 1M23/1M24 无数据)

2、分板块看: 所有板块用电增速均环比回落

2.1 整体: 仅 TMT 板块用电增速高于前 5 年平均增速

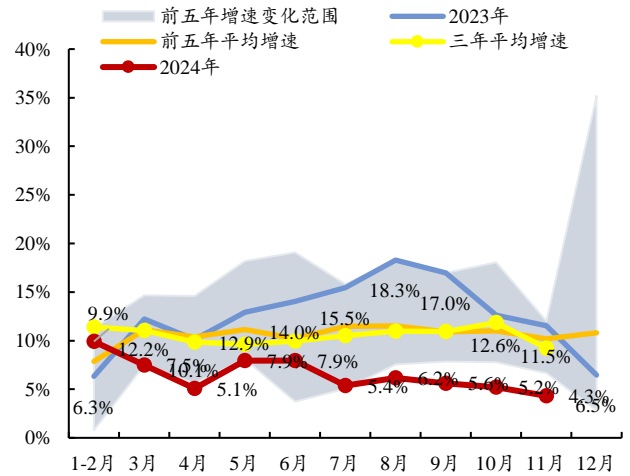
- 六大板块用电量均实现正增长, 地产周期、能源、交运、消费、制造、TMT 板块分别同比增长 0.8%、4.3%、4.3%、6.1%、5.9%和 14.2%。除 TMT 板块外所有板块增速环比均有所回落, 分别下降 0.5%、0.9%、1.0%、2.6%、0%。而 TMT 板块增速环比上升 1.4%。其中消费板块增速环比降幅最大, 或因高温因素消退使气温相关性较强的制冷负荷需求下降; 能源板块增速环比约持平。

图表7: 11M24 地产板块用电量增速低于前五年均值



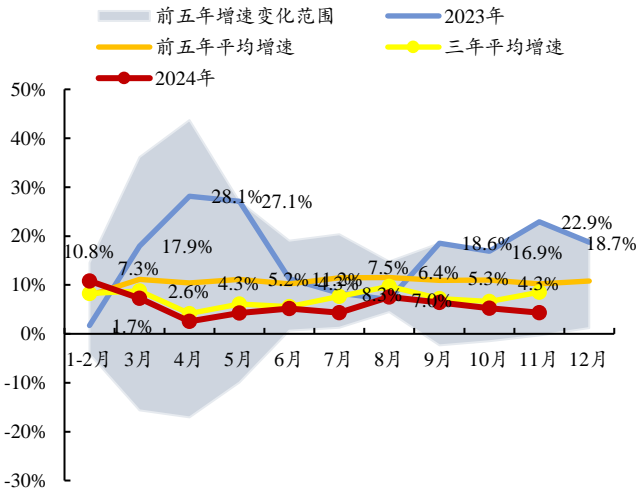
来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年平均指 2018-2023 年 CAGR、三年平均增速指 2021-2024 年 CAGR)

图表8: 11M24 能源板块用电量增速低于前五年均值



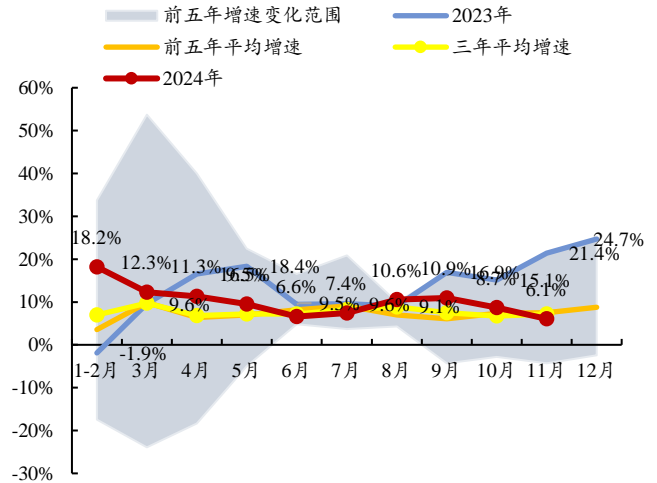
来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年平均指 2018-2023 年 CAGR、三年平均增速指 2021-2024 年 CAGR)

图表9: 11M24 交运板块用电量增速低于前五年均值



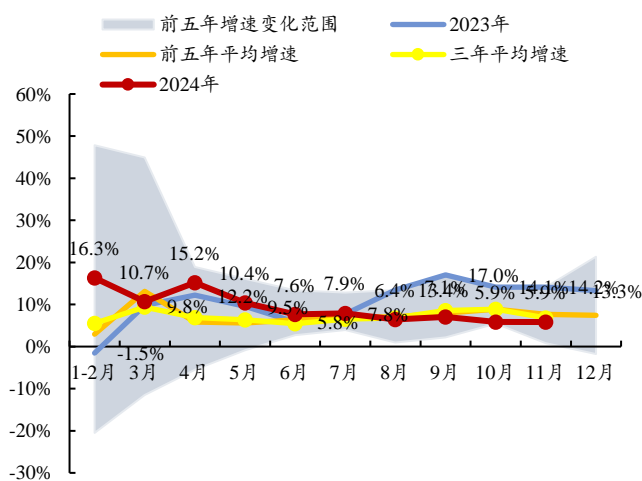
来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年平均指 2018-2023 年 CAGR、三年平均增速指 2021-2024 年 CAGR)

图表10: 11M24 消费板块用电量增速低于前五年均值



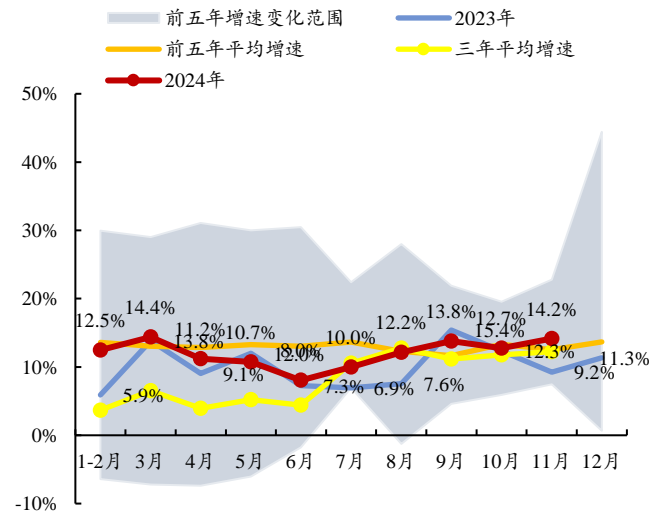
来源: 中电联、国金证券研究所 (前五年平均指 2018-2023 年 CAGR、三年平均增速指 2021-2024 年 CAGR)

图表11: 11M24 制造板块用电量增速低于前五年均值



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

图表12: 11M24 TMT 板块用电量增速高于前五年均值



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

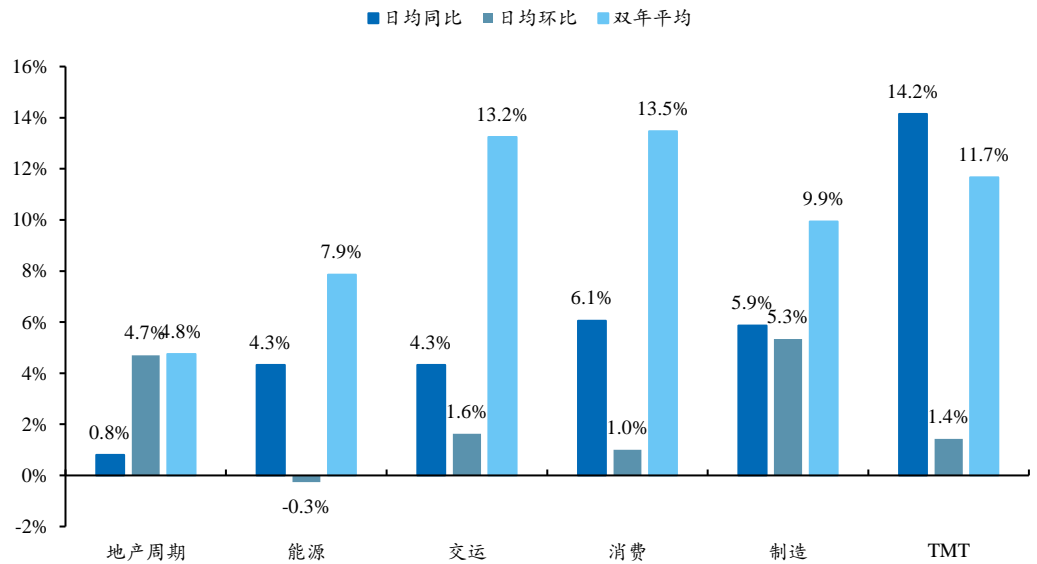
图表13: 除 TMT 板块外, 11M24 其余板块用电量增速均低于前五年均值

		地产周期	能源	交运	消费	制造	TMT
	10 月同比	0.81%	4.32%	4.33%	6.05%	5.86%	14.15%
	2024/2021CAGR	2.75%	9.23%	8.52%	7.19%	6.81%	12.24%
	2023/2018CAGR	4.54%	10.18%	7.59%	7.51%	7.62%	12.51%
历史同比	2018 年	9.96%	-46.43%	11.02%	1.88%	5.09%	23.73%
	2019 年	2.49%	11.88%	11.84%	7.95%	6.56%	22.79%
	2020 年	10.37%	6.64%	3.87%	6.24%	10.93%	10.28%
	2021 年	2.56%	8.93%	1.31%	7.85%	6.11%	7.47%
	2022 年	-1.13%	12.03%	-0.34%	-4.32%	0.83%	13.40%
	2023 年	8.86%	11.52%	22.91%	21.39%	14.15%	9.24%

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

- 11 月, 从日均用电量同比来看, 六大板块中 TMT、消费板块日均用电量同比增速最高, 分别为 14.2%、6.1%; 只有能源板块的日均用电量环比增速为负数; TMT、消费和交运板块日均用电量双年平均增速最高, 分别达 11.7%、13.5%、13.2%。

图表14: 六大板块中 TMT、消费板块日均用电量同比增速最高

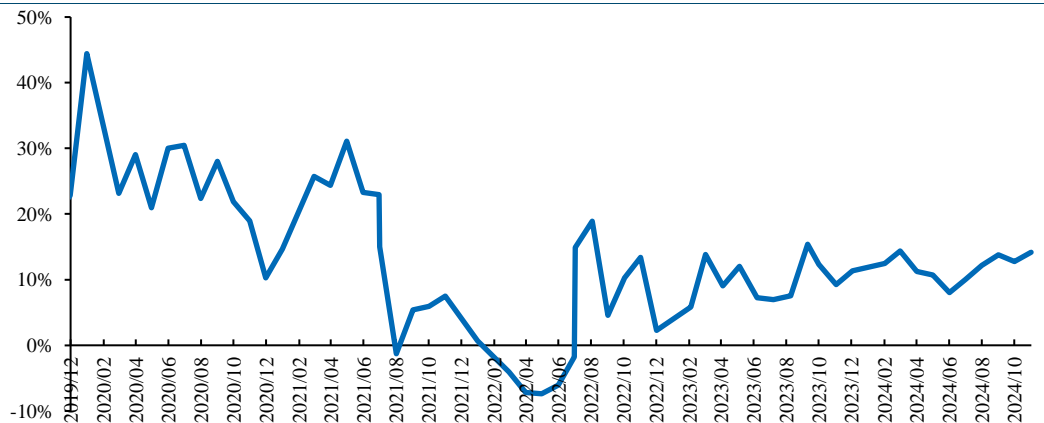


来源: 中电联、国金证券研究所

2.2 TMT 板块: 用电需求同比增长 14.2%, 增速环比增长 1.5pct

- TMT 板块 10 月用电量同比上升 14.2%、增速环比增长 1.5pct。板块维持同比双位数增长, 增速仍然领跑其余五大板块, 主因 AI 产业链发展带动网络信息和软件服务相关领域用电持续高增, TMT 板块在新兴制造业中具备较强的增长韧性。

图表15: TMT 板块 11 月用电量同比上升 14.2%

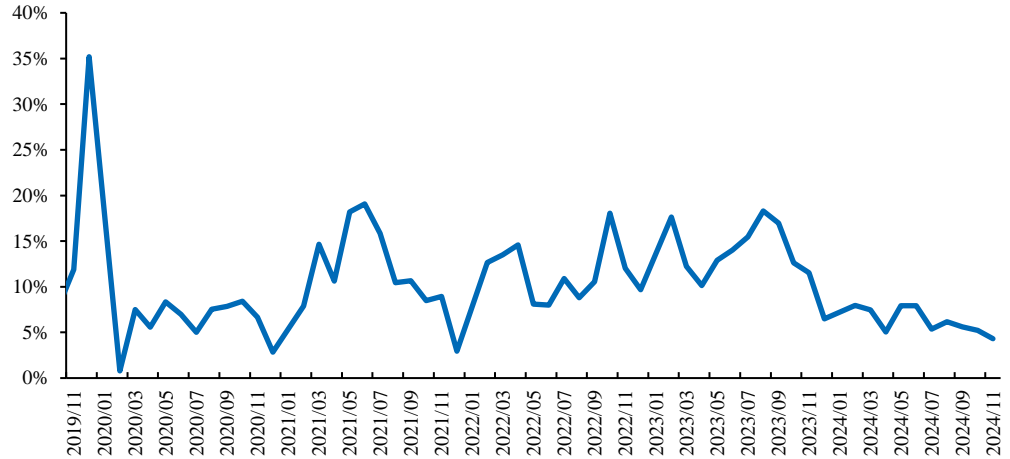


来源: 中电联、国金证券研究所

2.3 能源板块：用电需求同比增长 4.3%，增速环比下降 0.9pct

- 11月，能源板块月度用电量同比上升 4.3%，增速相比 10月环比下降 0.9pct。11月居民出行需求增加，叠加基建和户外施工项目开工增多，对燃料需求形成支撑；然而石油、煤炭及其他燃料加工业工业生产者出厂价格指数同比降幅进一步扩大至 13.9%，或导致能源板块用电增速环比小幅下降。

图表16：11月，能源板块月度用电量同比上升 4.3%

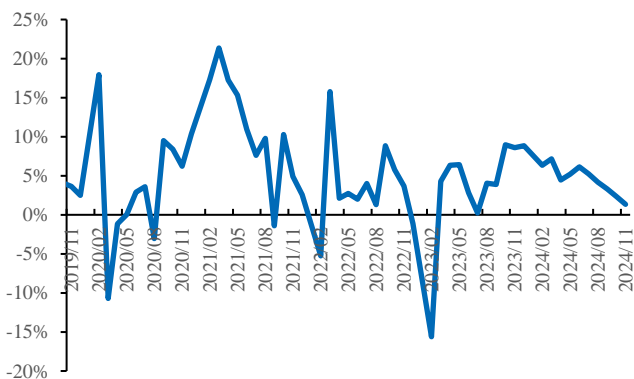


来源：中电联、国金证券研究所

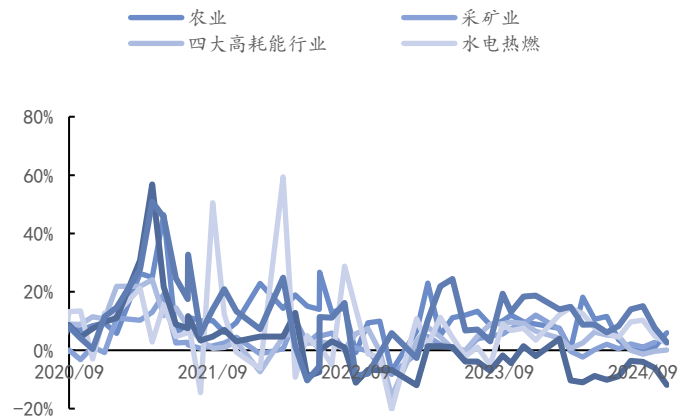
2.4 地产周期板块：建筑业用电降幅最大，水电热燃行业新增贡献率最高

- 地产周期板块 11月用电增速为 0.8%。子板块中只有建筑业行业用电量增速为负，其余均实现正增长。日均同比来看，农业用电增幅最大、达 6.0%，建筑业用电降幅最大、达 -11.8%；日均环比来看，所有子板块均呈上升趋势，其中水电热燃行业用电增幅最大，达 11.39%，主因迎峰度冬旺季将至、上游提前准备冬储。从用电占比和新增贡献率上看，四大高耗能行业用电占比最高达 56.4%；而水电热燃新增贡献率最高、达 74.0%。

图表17：地产周期板块 11月用电增速为 0.8%、增速环比降低 0.5pct



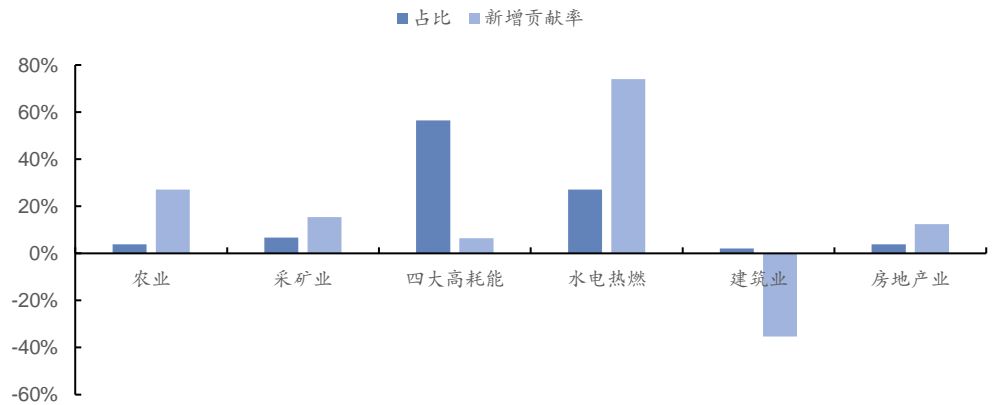
图表18：子板块中只有建筑业行业用电量增速为负，其余均实现正增长



来源：中电联、国金证券研究所

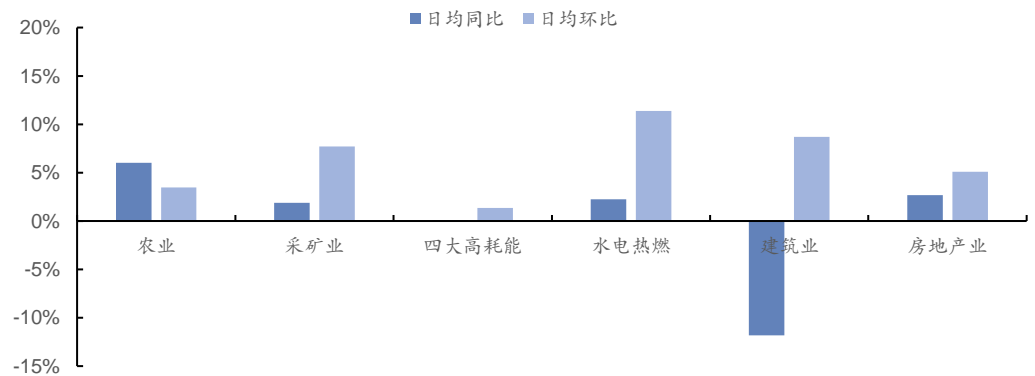
来源：中电联、国金证券研究所（图为地产周期板块各子行业月度用电增速）

图表19: 四大高耗能行业用电占比最高达 56.4%; 而水电热燃新增贡献率最高、达 74.0%



来源: 中电联、国金证券研究所

图表20: 日均同比来看, 农业用电增幅最大、达 6.0%, 日均环比来看, 所有子板块均呈上升趋势

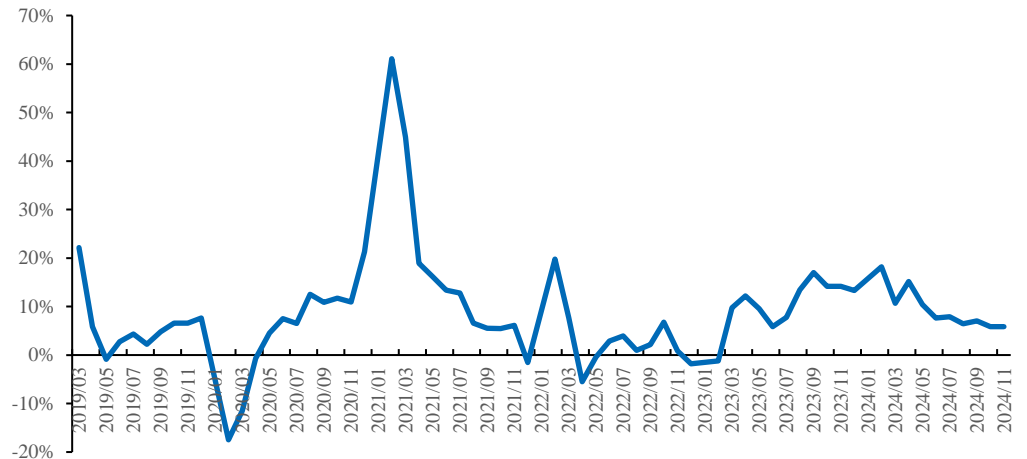


来源: 中电联、国金证券研究所

2.5 制造板块: TMT 制造业增速居高位且新增贡献率最高

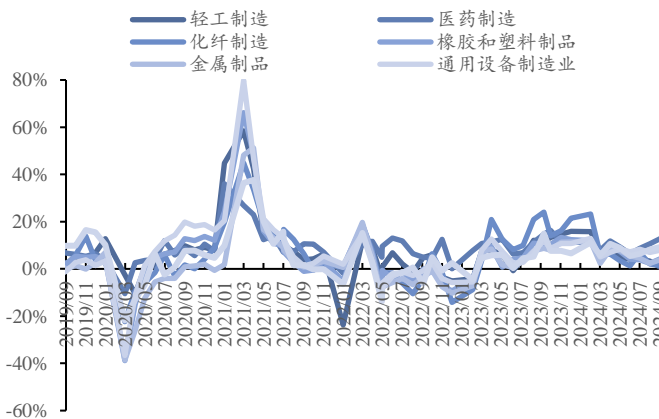
- 11 月制造板块用电量 1406.6 亿千瓦时、同比增长 5.9%，增速相较 10 月份同比保持不变，绝对量环比上升 27.8 亿千瓦，主要受季节性因素影响。大部分子行业增速环比上升，其中废弃资源综合利用上升幅度最大达 290.2%。设备修理增速环比下降幅度最大、下降 98.7pct。细分子行业分析，新兴制造板块在增速、增量贡献率方面领先，尤其是 TMT 制造业同比增速最高，达 11.9%；同时 TMT 制造新增用电贡献率也居子行业之首达 33.3%。TMT 制造业用电增速同比表现亮眼，或因互联网科技的迅速发展。日均用电量同比来看，细分子行业中除轻工制造行业下降 2.01%，其他行业用电量均上升。

图表21: 11月制造板块用电量增速为5.9%，增速相较10月份环比保持一致

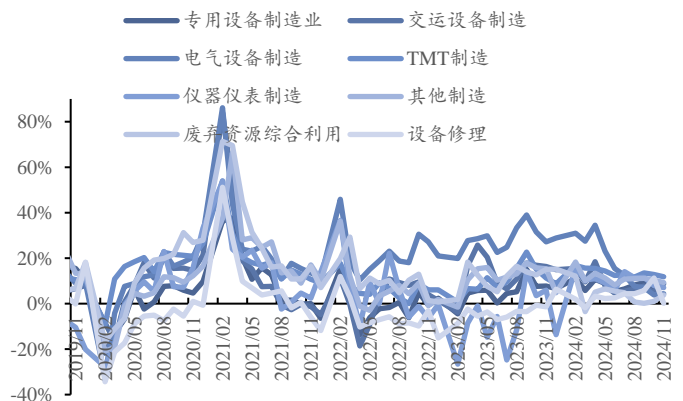


来源：中电联、国金证券研究所

图表22: 11月制造大部分子行业用电增速环比



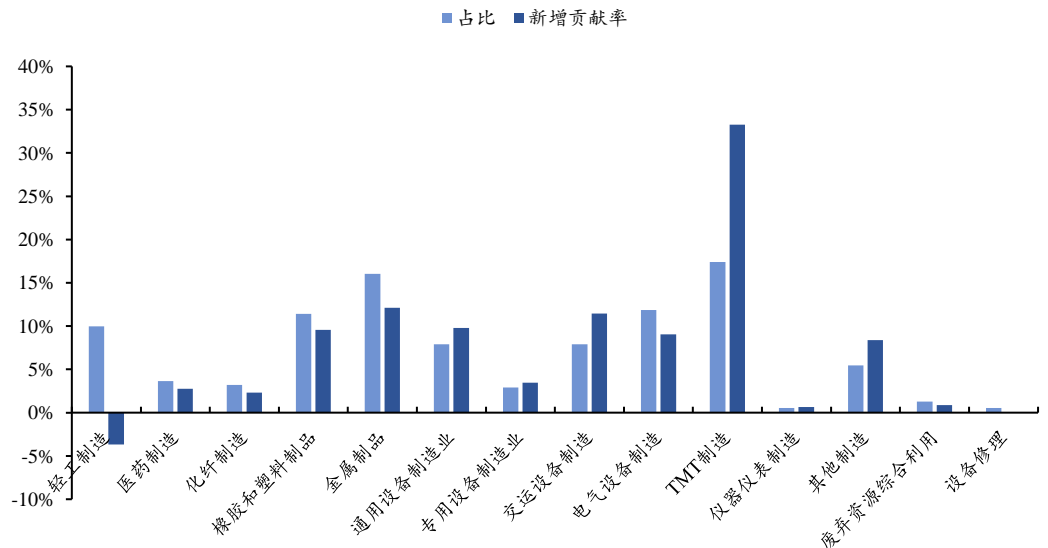
图表23: 废弃资源综合利用增速环比上升幅度最大达290.2pct



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）

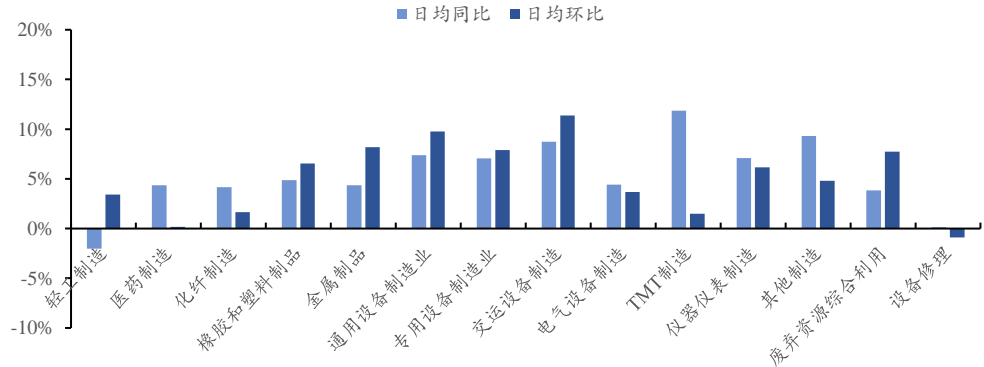
来源：中电联、国金证券研究所（图为制造板块各子行业月度用电增速）

图表24: TMT制造业新增用电贡献率最高，达33.3%



来源：中电联、国金证券研究所

图表25: 板块细分子行业除轻工制造下降 2.01%外, 其他行业日均用电量同比均上升



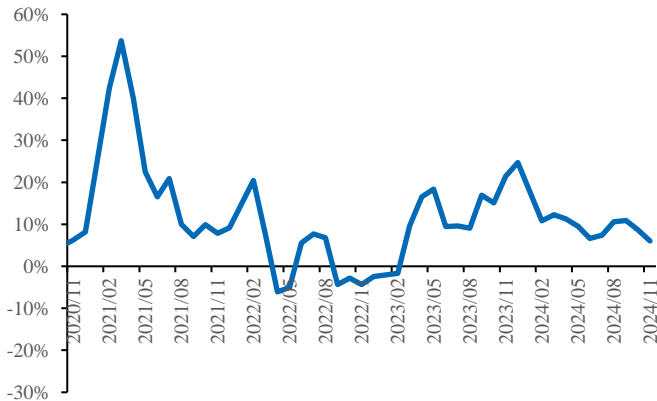
来源: 中电联、国金证券研究所

2.6 消费板块: 充换电服务业支撑批零行业用电量增速保持子行业第一

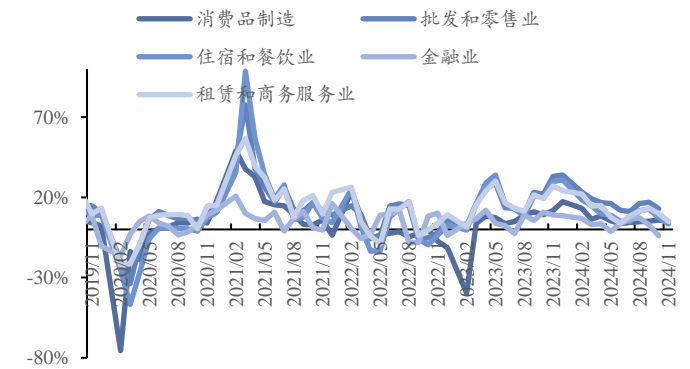
- 11 月消费板块用电量增速回落、环比下降 2.6pct, 修复进程有所放缓。11 月消费板块用电量同比增长 6.1%, 从细分行业看, 除金融业外各行业均实现同比增长。其中批发和零售业用电同比增速最高, 达 9.5%, 已连续一年位列子行业增速第一。除线下消费持续修复外, 还因电动车渗透率提升驱动的充换电服务业用电增长。日均用电量环比来看, 细分子板块中仅有租赁和商务服务业用电量下降, 环比增速达-1.63%。其中金融业日均用电环比增幅最大、达 6.92%。从新增贡献率看, 批发和零售业贡献率达 50.7%, 在细分子行业中保持第一, 说明批发零售业仍是 2023 年至今拉动消费板块用电需求的主要引擎。

图表26: 11月消费板块用电量增速 5.9%、环比-2.8pct

图表27: 11月批发和零售业用电同比增速最高, 达 9.5%

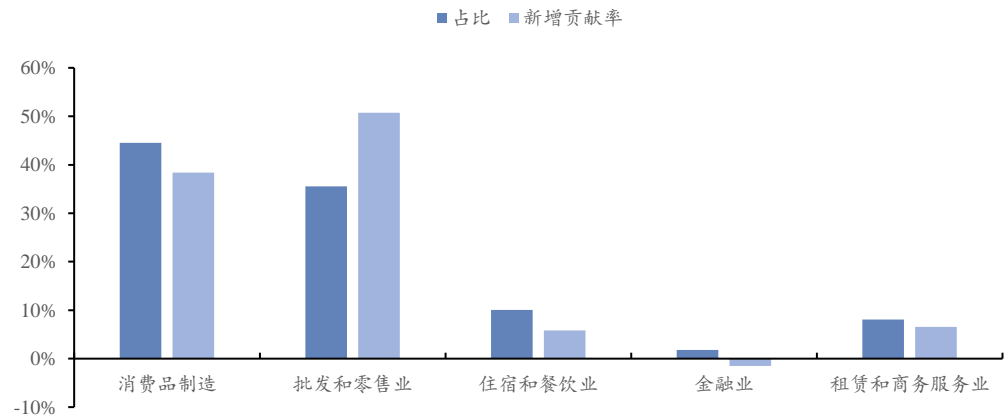


来源: 中电联、国金证券研究所



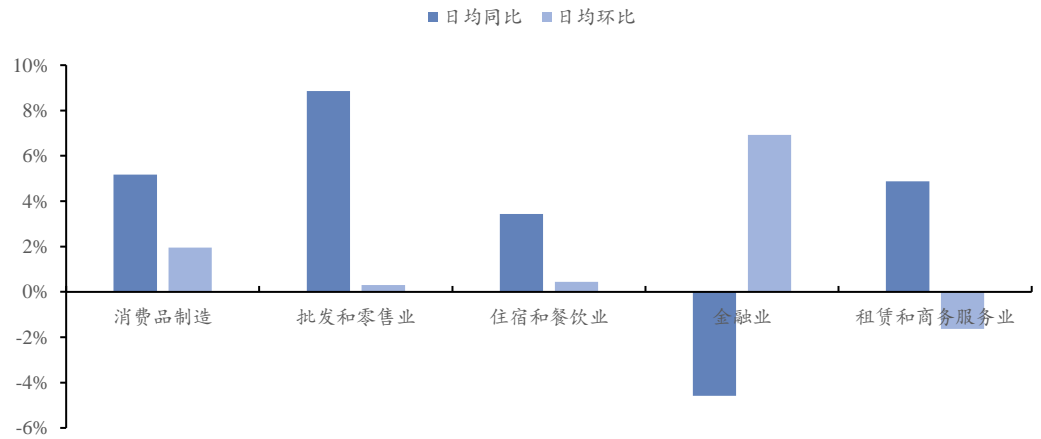
来源: 中电联、国金证券研究所 (图为消费板块各子行业月度用电增速)

图表28: 11月批发零售业用电新增贡献率最高、达50.7%



来源: 中电联、国金证券研究所

图表29: 11月所有消费板块子行业日均用电同比和环比有升有降, 主受季节性影响

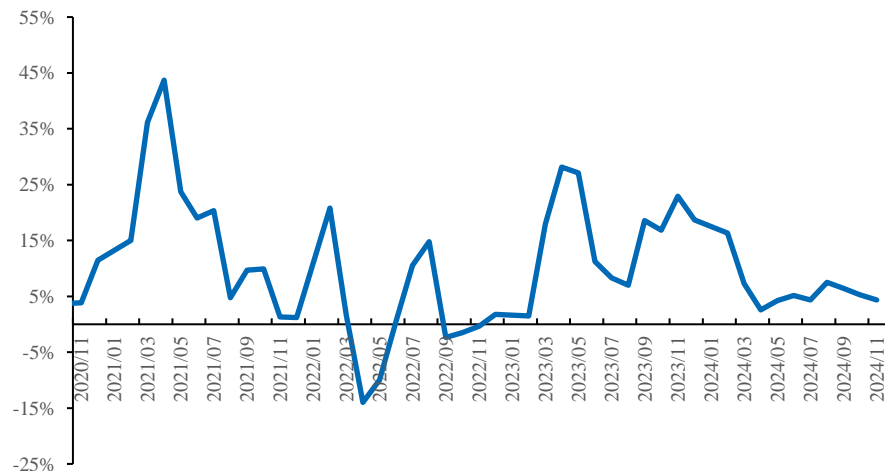


来源: 中电联、国金证券研究所

2.7 交运板块: 用电需求同比增长4.3%, 增速连续2个月环比下降

- 11月, 交运板块用电量同比增长4.3%、增速环比下降1.0pct, 用电增速连续两个月环比下滑, 或受去年同期基数较高影响。

图表30: 11月交运板块用电量同比增长4.3%、增速环比下降1.0pct

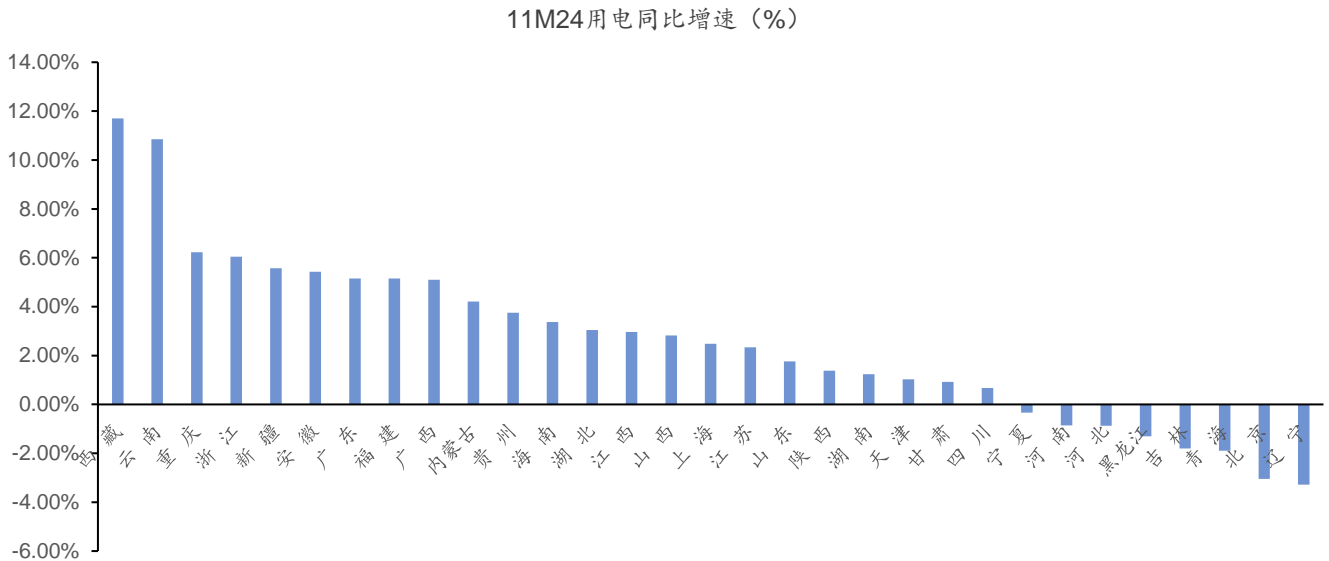


来源: 中电联、国金证券研究所

3、分地区看：11M24，西藏用电量同比+11.7%领跑全国

- 11月西藏地区用电量领涨。11月全国省份用电增速有正有负；增速前十的省份主要集中在中西部地区，增速TOP10由高到低依次为：西藏、云南、重庆、浙江、新疆、安徽、广东、福建、广西、内蒙古，用电量分别同比增长11.7%、10.9%、6.2%、6.1%、5.6%、5.4%、5.2%、5.2%、5.1%、4.2%。11月西藏用电量实现10%以上增长，领跑全国；高温影响边际减弱，川渝和华东地区用电量同比增速环比明显回落，但用电增速仍位列前茅；福建、广东等东南沿海地区11月平均气温高于去年同期，支撑用电需求同比高增。

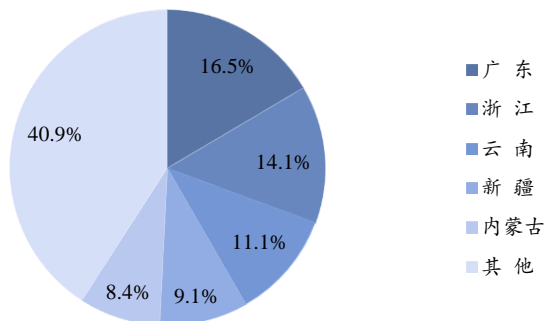
图表31：11M24 西藏用电增速领跑全国



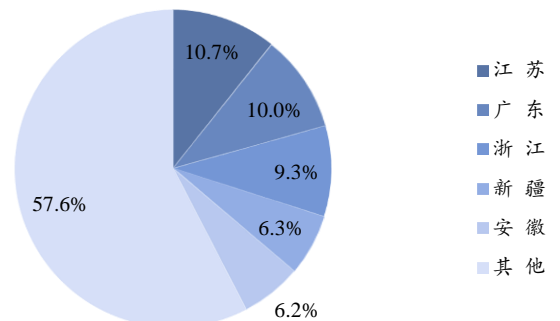
来源：中电联、国金证券研究所

- 如本文第一段所述，11月三大产业及居民部门用电需求新增贡献率由高到低排序依次为：二产、三产、居民、一产。11M24各省用电增量贡献率前五省份分别为广东、浙江、云南、新疆、内蒙古，前五名省份增量贡献率合计高达59.1%，其中新增贡献率最高的广东贡献率达16.5%，或因：1) 11月广东省平均气温较上年同期偏高，对气温较为敏感的居民和三产用电需求保持刚性；2) 一揽子促进房地产市场止跌回稳的措施成效显著，地产链用电量有所回升。

图表32：11月广东当月用电增量贡献率最高



图表33：1-11月江苏用电增量贡献率最高



来源：中电联、国金证券研究所（图为9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1~9月全国各省累计用电增量贡献率）

4、投资建议

- 火电板块：

24年动力煤供需偏松的大格局未改，预计24年煤价中枢有望继续下行，驱动火电盈利能力持续改善。我们建议关注发电资产主要布局在用电增速领先、电力供需偏

紧、发电侧竞争格局较好地区的火电企业，如皖能电力、浙能电力。

■ **清洁能源——水电板块：**

建议关注来水改善+电价稳定+地区性供需紧张逻辑下的水电运营商长江电力。

■ **清洁能源——核电板块：**

建议关注连续投产期将至、电量增长+电价稳定+长期高分红能力有望提升逻辑下的核电运营商中国核电。

■ **新能源——风、光发电板块：**

建议关注区域性风电运营商云南能投。

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。

任何形式的复制、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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号
皇岗商务中心
18 楼 1806