



公用事业行业研究

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：姜涛（执业 S1130525120007）
 jiang_tao@gjzq.com.cn

 分析师：许子怡（执业 S1130526030003）
 xuziyi@gjzq.com.cn

 分析师：卢佳琪（执业 S1130526070001）
 lujiqi@gjzq.com.cn

联系人：郭仕豪

guoshihao@gjzq.com.cn

发用电量受高基数影响，火电压力测试好于预期

投资逻辑：

■ 7 月发用电量增速受高基数影响承压，关注高基数效应的延续性

7 月全社会用电量同比增长 1.7%（去年同期为+8.6%），其中二产同比+3.0%（去年同期为+4.7%），三产、居民分别同比+4.8%/-5.1%（去年同期分别为+10.7%/+18.0%），可以看出用电量增速下降主要系基数效应影响，二产仍具韧性、三产依旧高增、居民略受气温影响。发电量来看，7 月规模以上发电量同比-0.1%（去年同期为+3.1%），其中火电同比-3.5%、增速持续回落且年内首次转负（去年同期为+4.3%，今年 1-7 月同比+1.8%）；水电同比+6.7%（去年为-9.8%）；风光增速分别为+4.5%、+5.6%，风电增速环比转正，光伏增速环比下滑；核电同比+6.6%。上半年已过，回顾我们在年初就已提到上半年低基数、下半年高基数，均已如期兑现。我们再次强调，去年 7-10 月受高温等影响全社会用电量同比+7.3%，高基数仍将持续一段时间，但 11-12 月受暖冬影响基数偏低。发电侧则需拆分，去年 7-8 月水电同比-9.3%、火电同比+3.3%，9-10 月水电基数偏高。总的来看，下半年需要更加关注用电需求在正常基数下能否保持高增，这对火电电量增长和电煤需求均较为关键，水电可关注水文低基数下改善带来的投资机会。

■ 电价下降、煤价上涨，火电中报的压力测试好于预期

本周部分火电公司已披露 2026 中报，绝大部分火电公司业绩偏好：如宝新能源上半年归母净利润盈利 6.33 亿元（同比+13.3%）、其中 Q2 盈利 3.23 亿元（同比+24.7%），在广东 2026 年度长协电价触底、上半年现货煤价同比上涨 90 元/吨不利影响下，公司依托月度及现货市场化交易提升综合电价实现业绩超预期；京能电力、国电电力等公司业绩降幅亦优于市场预期（Q2 分别同比-1.3%/-13.9%）；华能国际受气电及海外大士能源影响，总体业绩略低于市场预期，但 Q2 国内煤电实现度电税前利润 2.1 分亦略好于市场预期。今年 Q2 是火电经历的压力测试节点，在电价下跌、煤价上涨的情况下，火电公司在周期底部仍可实现利润、且大部分公司仍具备 4% 以上股息率水平，完成了压力测试。总结原因有三：一是月度、现货电价持续上涨，有效缓解了年度长协电价下行的压力；二是通过市场化交易的方式，在部分风光大发市场化交易电价较低的时段，通过现货市场等渠道采购更低价格的电量来履行发电合同，实现了不发电但形成收入的情况，同时在高价时段发电占比提升，这进一步提升度电收入；三是部分公司长协煤履约率较高，缓解了煤价上涨带来的影响的影响。经历了二季报，我们重申火电或将脱颖而出，建议重点关注。

■ 利与红利的再深化与再拓展，我们建议关注新型红利如火电等

我们在年初提出利与红利的红利资产配置思路，即重视红利类资产的利润增长，在此前市场风格相对进攻的状态下，煤炭通过量利双升的边际变化，年初至今涨幅位列全市场第 3。我们也沿着此路径在 6 月下旬的底部位位置建议关注水电板块，看好水文数据改善带来的水电利润变化，驱动了本轮水电行情的演绎。展望后市，我们认为方向有二，其一是红利的扩张，即放宽利与红利的标准，关注一部分业绩找到拐点的低估值高股息，如上文提到的火电、以及其他困境反转型红利资产，将成为优选。其二是红利的深化，即进一步下降对息差或股息率的要求，打开估值端的空间，也将向各类稳健型但此前股息率不够高的资产形成行情扩张。市场再平衡将持续，建议重视红利的演绎节奏。

■ 煤与煤电、利与红利，关注红利的再深化与再拓展

相关标的：火电：国电电力、宝新能源、华能国际、华电国际；水电：川投能源、长江电力、国投电力；煤炭：陕西煤业、淮北矿业。燃气：九丰能源。

■ 风险提示

煤价波动幅度超预期；绿电装机及消纳情况不及预期；电力体制改革政策出台不及预期。



内容目录

一、7月发用电量增速受高基数影响承压，火电中报压力测试好于预期	4
（一）用电量：7月用电量同比增长1.7%，二产同比修复拉动电量增长	4
（二）发电量：7月规上发电量同比微降，火电增速转负、风光增量贡献提升	5
（三）年内电价下降、煤价上涨，火电压力测试好于预期	7
二、电力煤炭高频数据跟踪	8
三、板块估值及交易情况	12
四、风险提示	14

图表目录

图表 1： 2026M1-7 全社会用电量同比增长 4.7%	4
图表 2： 2026M1-7 二产用电量占比为 63.8%	4
图表 3： 2026M7 二产用电量增量占比提升至 103%	4
图表 4： 2026M1-7 全社会用电量同比增长 4.7%	5
图表 5： 2026M1-7 一产用电量同比增长 3.5%	5
图表 6： 2026M1-7 二产用电量同比增长 4.7%	5
图表 7： 2026M1-7 三产用电量同比增长 7.4%	5
图表 8： 2026M1-7 城乡居民用电量同比增长 1.3%	5
图表 9： 2026M1-7 全国发电量达 5.70 万亿千瓦时	6
图表 10： 2026M1-7 风光发电量增量占比快速上升至 128%	6
图表 11： 2026M1-7 全国发电量同比增长 3.0%	6
图表 12： 2026M1-7 全国火电发电量同比增长 1.8%	6
图表 13： 2026M1-7 水电发电量同比增长 8.8%	7
图表 14： 2026M1-7 风电发电量同比下降 0.8%	7
图表 15： 2026M1-7 光伏发电量同比增长 11.4%	7
图表 16： 2026M1-7 核电发电量同比增长 0.4%	7
图表 17： 部分火电公司 2026 年中报业绩情况	7
图表 18： 2026Q2 华能国际煤电度电税前利润达 2.1 分	8
图表 19： 2026H1 国电电力火电度电净利润达 2.3 分	8
图表 20： 内贸煤价格近期企稳回升	8
图表 21： 北方港口煤炭库存高位回落	8
图表 22： 二十五省电厂日耗边际回升	9
图表 23： 坑口煤价近期明显上涨	9
图表 24： 国内外煤价价差进一步收窄	9



图表 25: 溪洛渡入库流量近期有所下降	10
图表 26: 三峡入库流量自阶段低位拉升	10
图表 27: 锦屏一级入库流量有所上升	10
图表 28: 官地入库流量维持平稳	10
图表 29: 猴子岩入库流量低位拉升	10
图表 30: 瀑布沟入库流量大幅激增	10
图表 31: 龙滩入库流量近期有所回落	11
图表 32: 水布垭入库流量近期波动较大	11
图表 33: 广东燃煤现货电价近期宽幅波动	11
图表 34: 山西现货市场电价近期震荡运行	11
图表 35: 全国 LNG 出厂价格指数维持平稳	12
图表 36: 国内外天然气价格表现分化	12
图表 37: 公用事业板块 PE 近十年分位数 49.98%.....	12
图表 38: 公用事业板块 PB 近十年分位数 33.52%.....	12
图表 39: 煤炭板块 PE 近十年分位数 92.38%.....	13
图表 40: 煤炭板块 PB 近十年分位数 97.68%.....	13
图表 41: 公用事业板块成交量/额占比有所回落	13
图表 42: 煤炭板块成交量/额占比近期有所提升	13
图表 43: 煤炭与公用事业涨幅位居前列	14



一、7月发用电量增速受高基数影响承压，火电中报压力测试好于预期

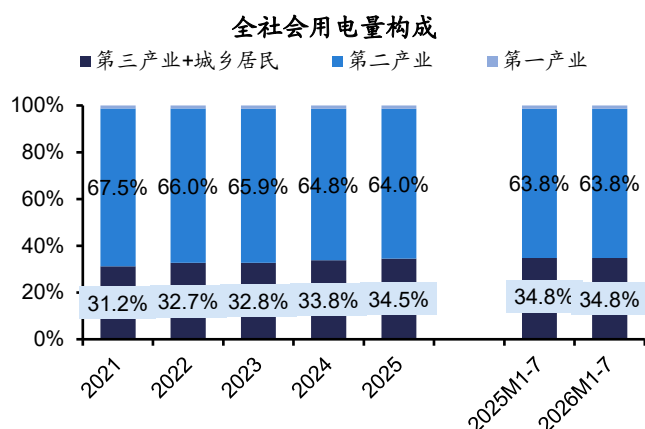
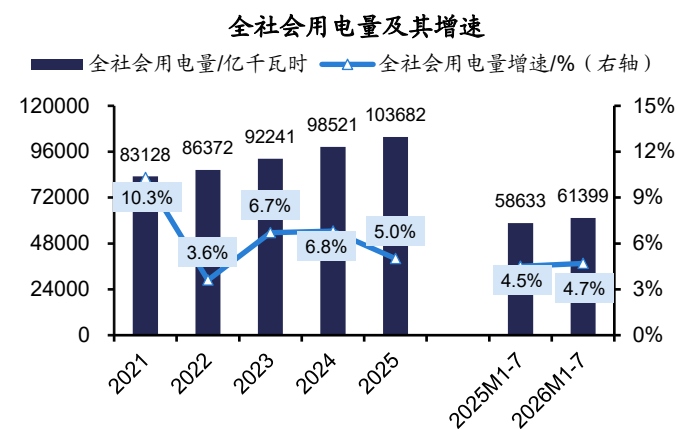
(一) 用电量：7月用电量同比增长1.7%，二产同比修复拉动电量增长

根据国家能源局披露数据，1-7月全社会用电量达6.14万亿千瓦时，同比+4.7%。分结构看，第二产业用电量39173亿千瓦时，同比+4.7%，其中，工业用电量38815亿千瓦时，同比+4.9%，高技术及装备制造业用电量7228亿千瓦时，同比+9.7%；第三产业用电量12100亿千瓦时，同比+7.4%，其中充换电服务业、互联网数据服务用电量分别为974亿、593亿千瓦时，增速分别达到55.8%、43.3%；一产、城乡居民用电量分别同比+3.5%、+1.3%。

从单月增速来看，7月全社会用电量同比+1.7%。分结构看，第二产业用电量同比+3.0%，第一产业、第三产业和城乡居民用电量分别同比-2.0%、+4.8%、-5.1%。受去年同期高基数影响用电量增速下降，二产仍具韧性、三产依旧高增、居民略受气温影响。

图表1：2026M1-7全社会用电量同比增长4.7%

图表2：2026M1-7二产用电量占比为63.8%

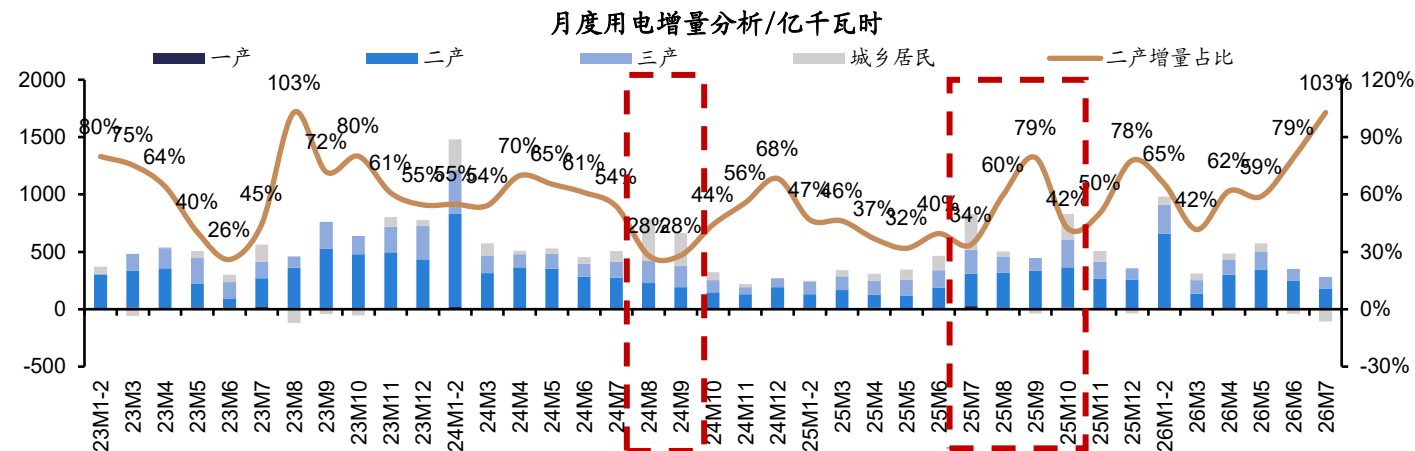


来源：国家能源局，国金证券研究所

来源：国家能源局，国金证券研究所

从用电量增量数据来看，7月二产用电量增量占比持续提升至103%，延续自2025年8月以来的高占比。我们自年初以来就强调上半年二产用电量在低基数下实现高增长，高耗能制造业有所企稳、新兴制造业高增；上半年三产在数据中心和充电桩的带动下实现高增长。

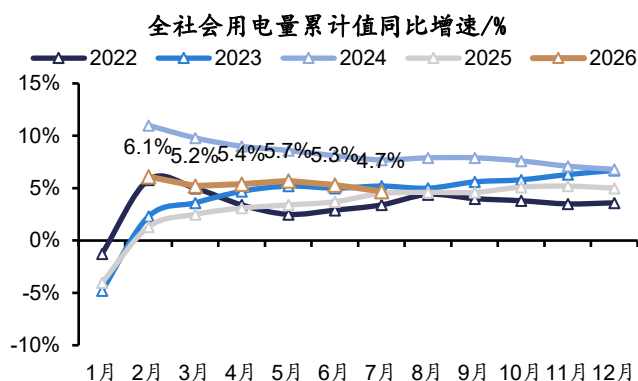
图表3：2026M7二产用电量增量占比提升至103%



来源：国家能源局，国金证券研究所

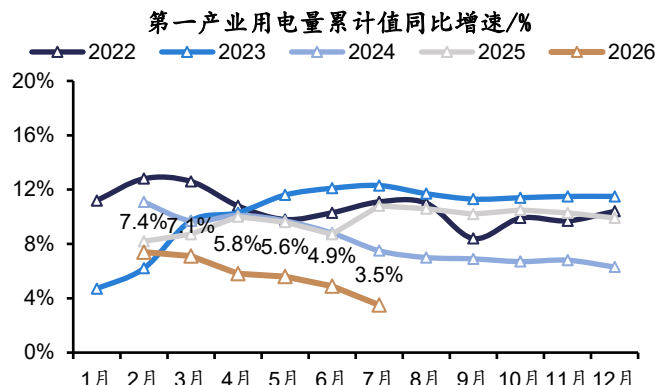


图表4：2026M1-7全社会用电量同比增长4.7%



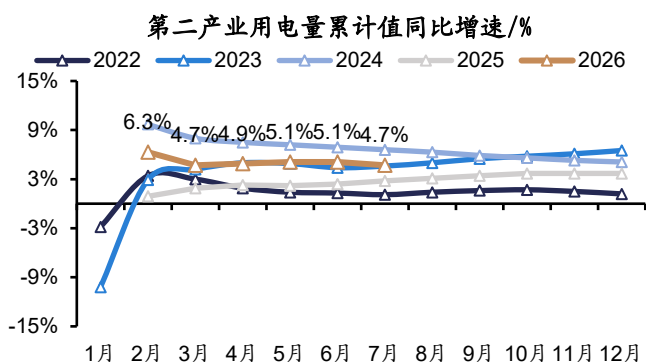
来源：国家能源局，国金证券研究所

图表5：2026M1-7一产用电量同比增长3.5%



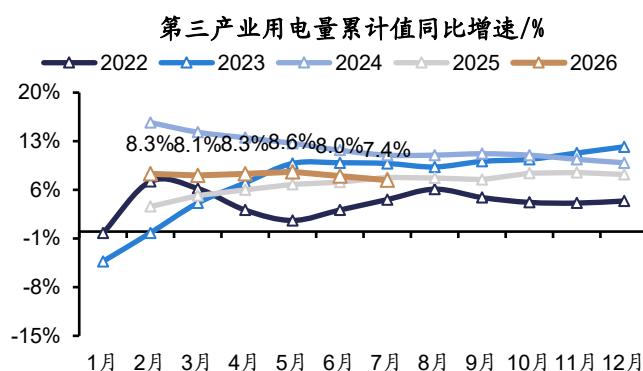
来源：国家能源局，国金证券研究所

图表6：2026M1-7二产用电量同比增长4.7%



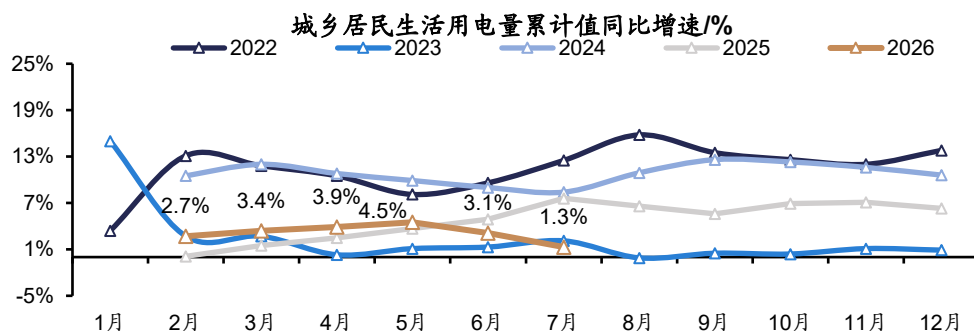
来源：国家能源局，国金证券研究所

图表7：2026M1-7三产用电量同比增长7.4%



来源：国家能源局，国金证券研究所

图表8：2026M1-7城乡居民用电量同比增长1.3%



来源：国家能源局，国金证券研究所

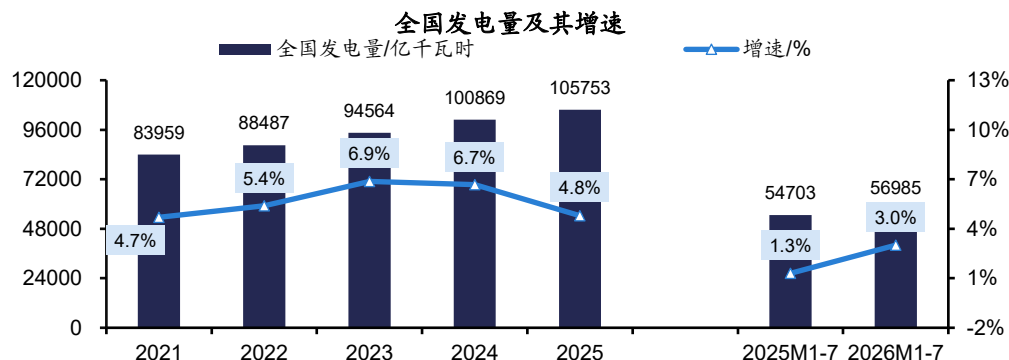
(二) 发电量：7月规上发电量同比微降，火电增速转负、风光增量贡献提升

根据国家统计局披露数据，1-7月全国规模以上发电量达5.70万亿千瓦时（以下均为规模以上口径），同比+3.0%；其中7月全国发电量为9439亿千瓦时，同比-0.1%。分电源结构看，7月火电同比下降3.5%，上年同期为增长4.3%；水电增长6.7%，增速同比提高16.5个百分点；风电增速增长4.5%，增长环比回正；光伏发电增长5.4%，增速同比回落23.1个百分点；核电增长6.6%。总体而言，7月风光增量贡献显著（7月增量贡献风光占比为128%，



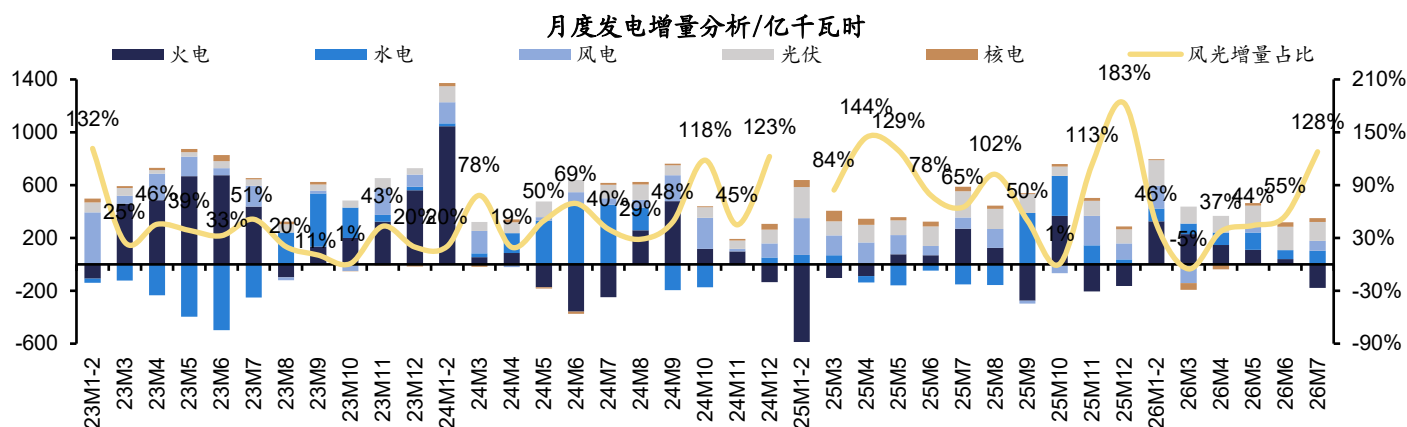
相较于去年同期 65%大幅提升), 需求相对疲软下, 火电 7 月当月增速转负。上半年已过, 回顾我们在年初就已提到上半年低基数、下半年高基数, 均已如期兑现。

图表9: 2026M1-7 全国发电量达 5.70 万亿千瓦时



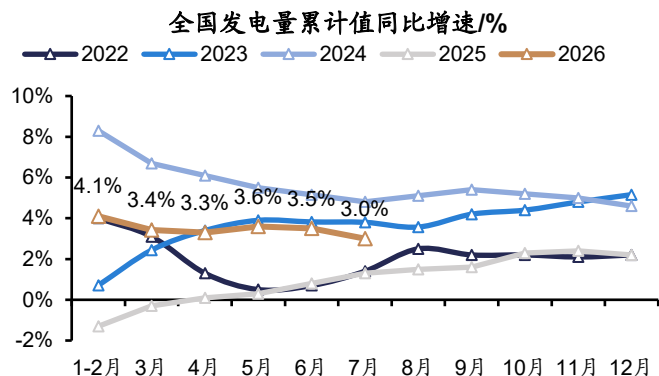
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表10: 2026M1-7 风光发电量增量占比快速上升至 128%



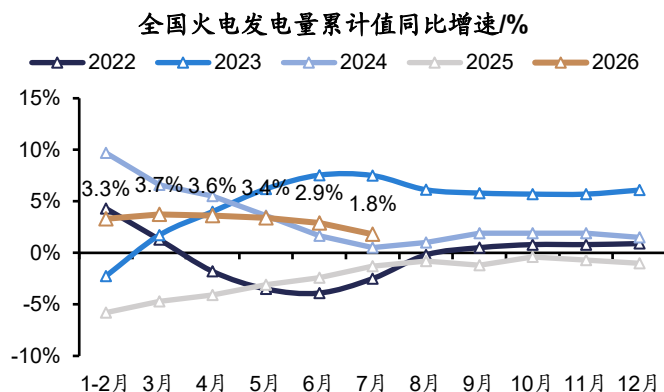
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表11: 2026M1-7 全国发电量同比增长 3.0%



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

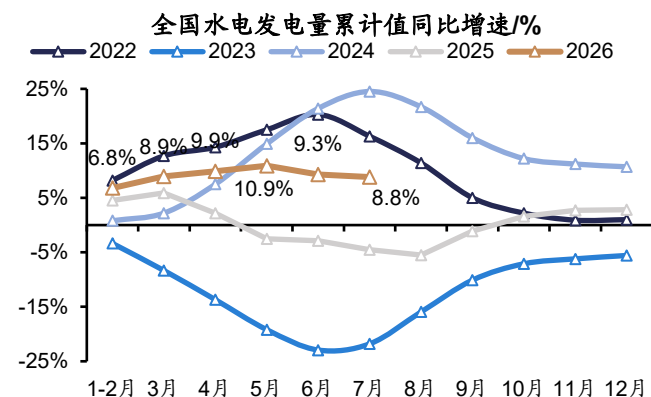
图表12: 2026M1-7 全国火电发电量同比增长 1.8%



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

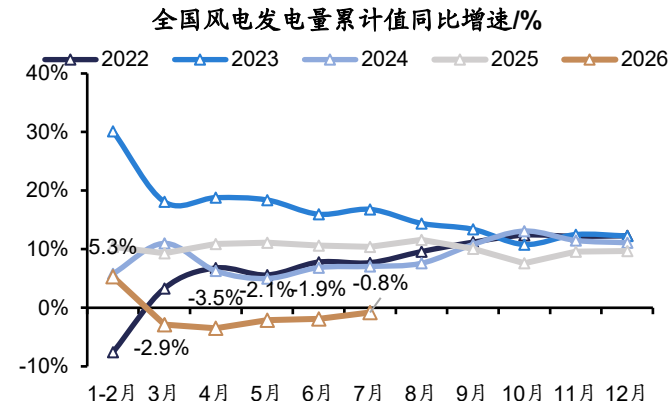


图表13：2026M1-7 水电发电量同比增长 8.8%



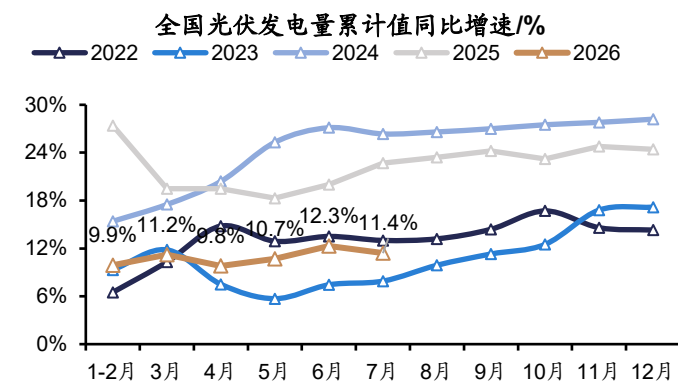
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表14：2026M1-7 风电发电量同比下降 0.8%



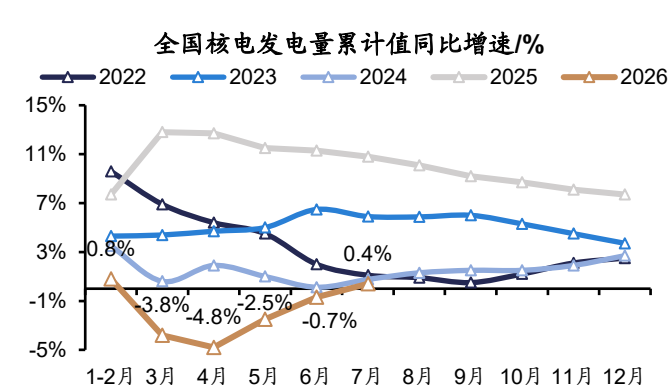
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表15：2026M1-7 光伏发电量同比增长 11.4%



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表16：2026M1-7 核电发电量同比增长 0.4%



来源：国家统计局，国金证券研究所

(三) 年内电价下降、煤价上涨，火电压力测试好于预期

本周部分火电公司已披露 2026 年度中报，绝大部分火电公司业绩符合或好于市场预期：宝新能源上半年归母净利润盈利 6.33 亿元（同比+13.3%）、其中 Q2 盈利 3.23 亿元（同比+24.7%），在广东 2026 年度长协电价触底、上半年现货煤价同比上涨 90 元/吨不利影响下，公司依托月度及现货市场化交易提升综合电价实现业绩超预期；京能电力、国电电力等公司业绩降幅亦优于市场预期；华能国际受气电及海外大士能源影响，总体业绩略低于市场预期，但 Q2 煤电实现度电税前利润 2.1 分亦略好于市场预期；赣能股份受费用及机组检修等影响，Q2 业绩不及预期。

总体而言，今年 Q2 是火电经历的压力测试节点，在电价下跌、煤价上涨的情况下，火电公司在周期底部仍可实现利润、且大部分公司仍具备 4%以上股息率水平，完成了压力测试。总结原因有三：一是月度、现货电价持续上涨，有效缓解了年度长协电价下行的压力；二是通过市场化交易的方式，在部分风光大发市场化交易电价较低的时段，通过现货市场等渠道采购更低价格的电量来履行发电合同，实现了不发电但形成收入的情况，同时在高价时段发电占比提升，这进一步提升度电收入；三是部分公司长协煤履约率较高，缓解了煤价上涨带来的影响的影响。

图表17：部分火电公司 2026 年中报业绩情况

证券名称	2025H1	2026H1	同比增速	2025Q2	2026Q2	同比增速
新集能源	9.20	12.17	32.3%	3.89	6.69	72.2%

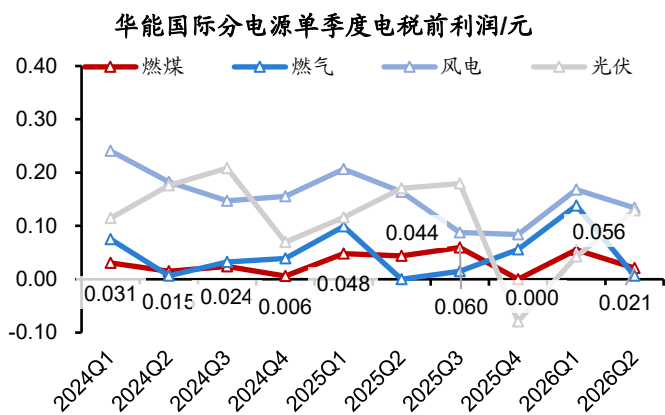


宝新能源	5.59	6.33	13.3%	2.59	3.23	24.7%
京能电力	19.85	19.89	0.2%	9.00	8.88	-1.3%
国电电力	36.87	30.14	-18.2%	18.76	16.16	-13.9%
陕西能源	13.34	13.48	1.1%	6.30	4.60	-27.1%
江苏国信	23.49	18.20	-22.5%	14.84	10.40	-30.0%
晋控电力	1.43	1.20	-16.4%	0.82	0.57	-31.2%
华能国际	92.62	65.86	-28.9%	42.89	21.02	-51.0%
赣能股份	4.25	2.51	-41.0%	2.32	0.49	-79.0%

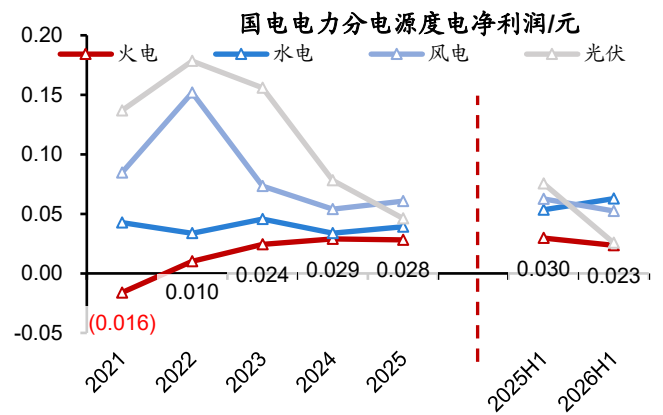
来源：国家发改委、能源局，国金证券研究所

图表18：2026Q2 华能国际煤电度电税前利润达 2.1 分

图表19：2026H1 国电电力火电度电净利润达 2.3 分



来源：iFind，国金证券研究所



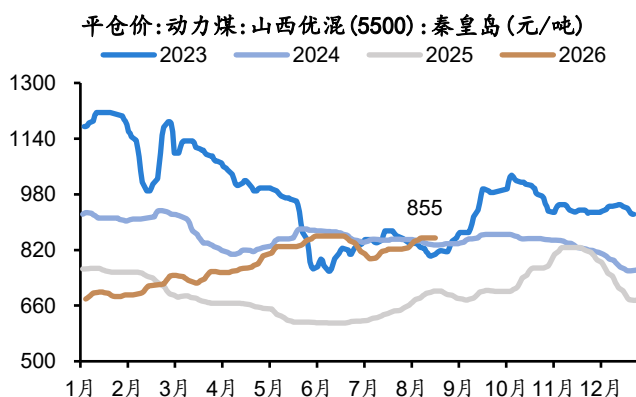
来源：iFind，国金证券研究所

二、电力煤炭高频数据跟踪

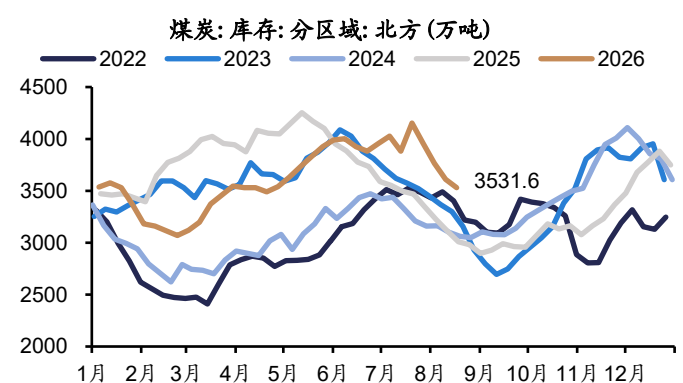
现货煤价年初以来整体抬升，6 月中旬冲高后有所回落，7 月以来逐步企稳回升，近期价格呈现上升态势。截止 8 月 21 日秦皇岛港 5500 大卡现货煤价为 855 元/吨，同比上涨 153 元/吨（幅度+21.8%），周环比持平。3 月以来伴随供暖季结束、气温回升，4-5 月电厂日耗维持季节性低位；受水文及温度影响，本周二十五省电厂日耗边际回落，截止 8 月 20 日为 590.7 万吨，同比-45.8 万吨（幅度-7.2%），周环比-5.3 万吨（幅度-0.9%）。综合影响下，近期港口煤炭库存自前期高位有所回落，截止 8 月 17 日，北方港口库存为 3531.6 万吨，同比+522.3 万吨（幅度+17.4%），周环比-79.5 万吨（幅度-2.2%）。

图表20：内贸煤价近期企稳回升

图表21：北方港口煤炭库存高位回落



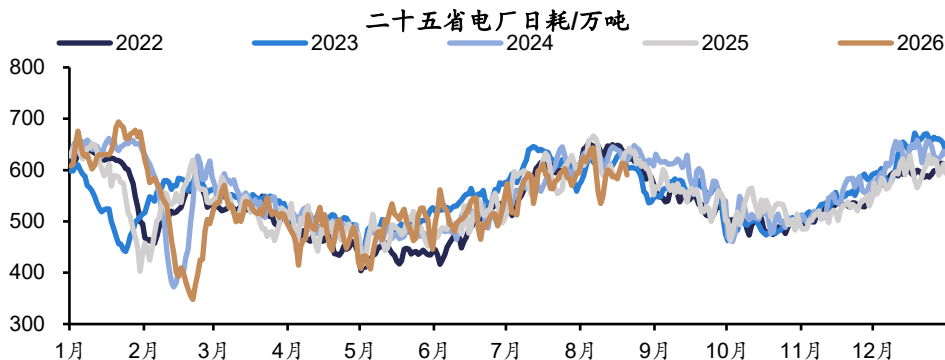
来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所



来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所



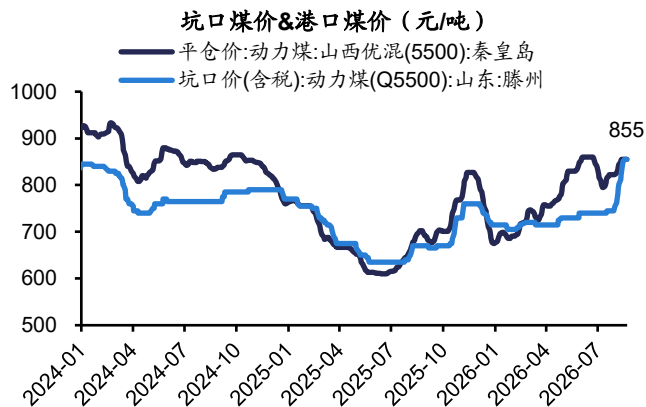
图表22：二十五省电厂日耗边际回升



来源：CCTD，国金证券研究所

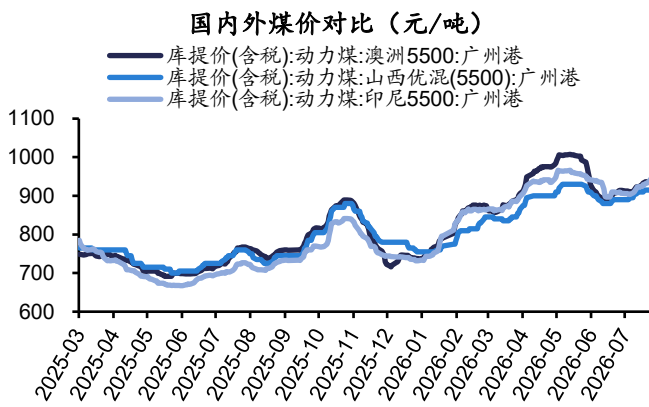
近期坑口煤价小幅回升，国内外煤价整体高位回落，进口煤价格优势仍不明显。山东滕州5500大卡坑口煤价自7月末以来明显上涨，截止8月21日为855元/吨，与秦皇岛港口价格持平，上年同期价差为32元/吨，价差周环比缩小5元/吨。海外煤价方面，近期海外煤价整体有所回升，价格优势仍不明显，截止8月21日山西优混动力煤5500大卡库提价915.00元/吨，同比+155元/吨（幅度+20.4%），周环比持平；澳煤5500大卡库提价为941.90元/吨，同比+174.63元/吨（幅度+22.8%），周环比+4.98元/吨（幅度+0.5%）；印尼煤5500大卡库提价为953.67元/吨，同比+226.89元/吨（幅度+31.2%），周环比+22.09元/吨（幅度+2.4%）。

图表23：坑口煤价近期明显上涨



来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

图表24：国内外煤价价差进一步收窄



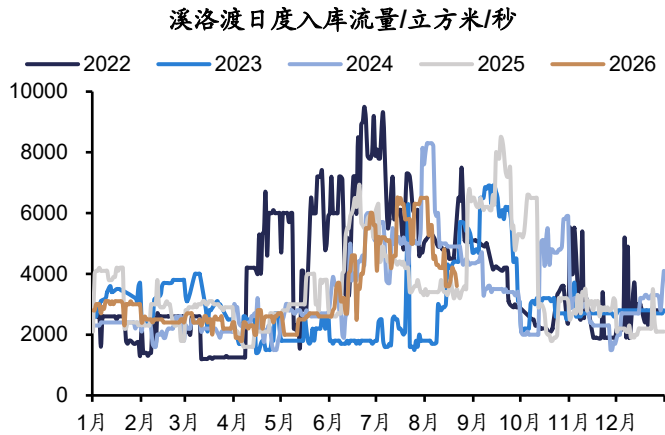
来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

2026年进入主汛期后水文条件明显改善，在去年同期来水偏枯的低基数下，水电发电量有望增长。根据各省水文网站数据，8月21日金沙江下游溪洛渡电站入库流量为3600立方米/秒，同比+2.9%、周环比+0.0%；长江上游三峡电站来水有所回落后再度回升，8月21日三峡电站入库流量为24500立方米/秒，同比+75.0%、周环比+82.8%。雅砻江入汛后来水快速抬升，锦屏一级电站8月21日入库流量为2500立方米/秒，同比+111.9%、周环比+44.5%；官地电站8月21日入库流量为1750立方米/秒，同比+103.5%、周环比+9.4%。大渡河来水表现有所分化，猴子岩电站8月21日入库流量为1660立方米/秒，同比+146.7%、周环比+179.9%；瀑布沟电站来水回落后再度回升，8月21日为1990立方米/秒，同比+57.9%、周环比+32.7%。红水河龙滩电站来水近期有所回落，最新8月21日为1783立方米/秒，同比-40.6%、周环比-24.2%。清江水布垭电站近日来水波动较大，8月初明显抬升



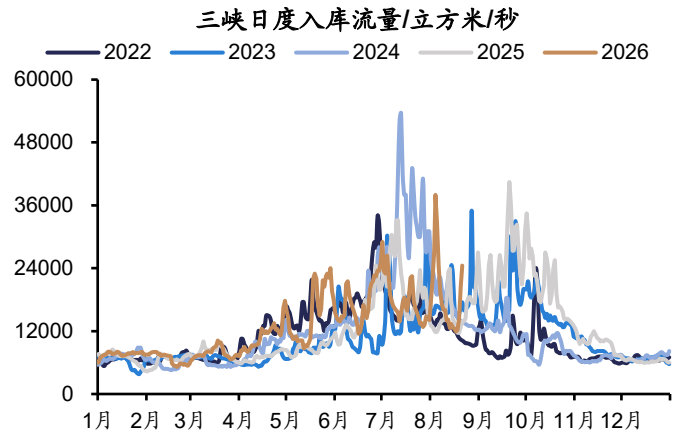
后有所回落，最新 8 月 21 日入库流量为 46.87 立方米/秒，同比-88.1%、周环比-85.9%。

图表25：溪洛渡入库流量近期有所下降



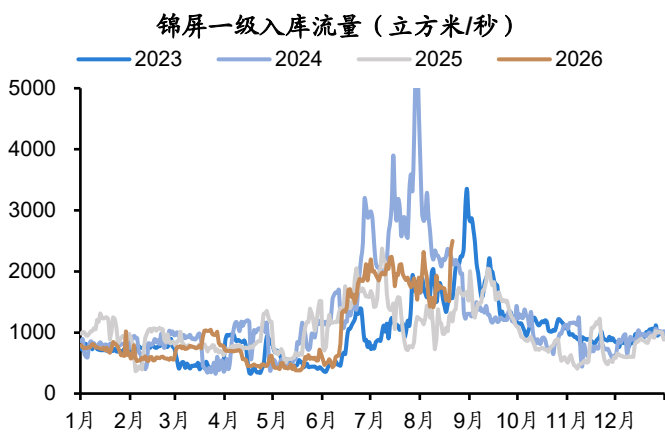
来源：iFinD，国金证券研究所

图表26：三峡入库流量自阶段低位拉升



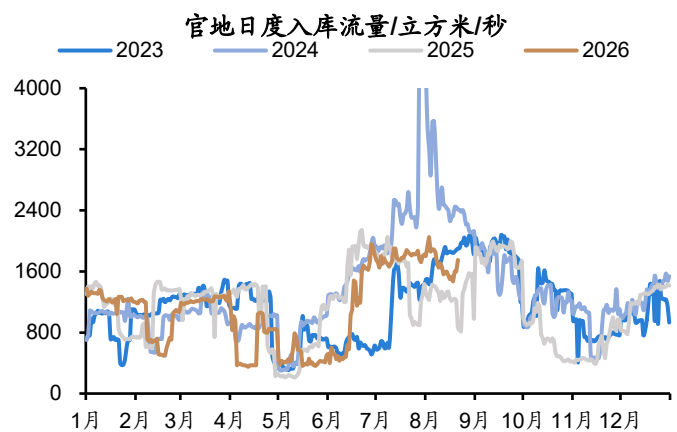
来源：iFinD，国金证券研究所

图表27：锦屏一级入库流量有所上升



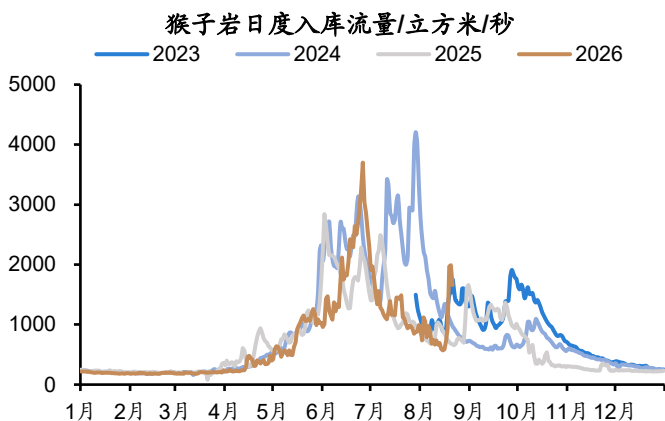
来源：四川省水文水资源勘测中心，国金证券研究所

图表28：官地入库流量维持平稳



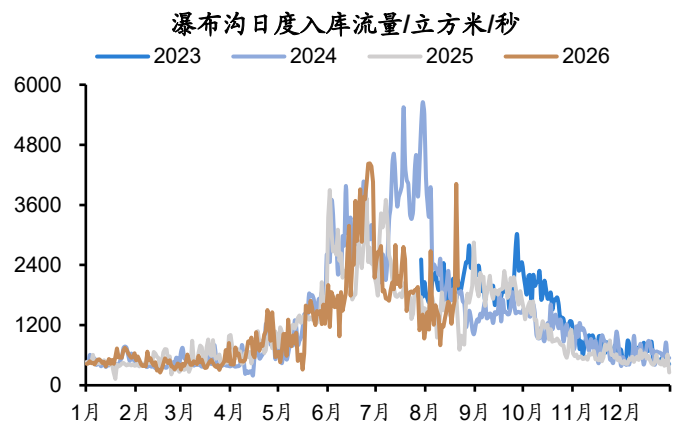
来源：四川省水文水资源勘测中心，国金证券研究所

图表29：猴子岩入库流量低位拉升



来源：四川省水文水资源勘测中心，国金证券研究所

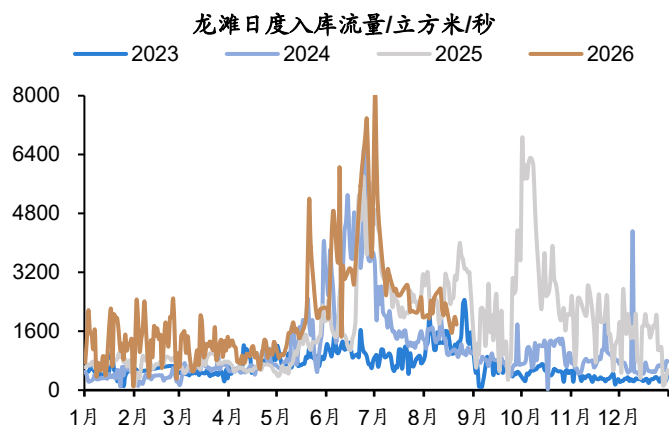
图表30：瀑布沟入库流量大幅激增



来源：四川省水文水资源勘测中心，国金证券研究所

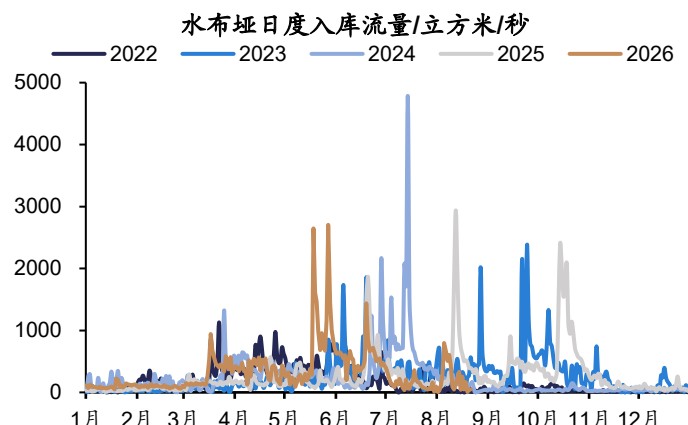


图表31：龙滩入库流量近期有所回落



来源：贵州省南北盘江红水河航道管理局，国金证券研究所

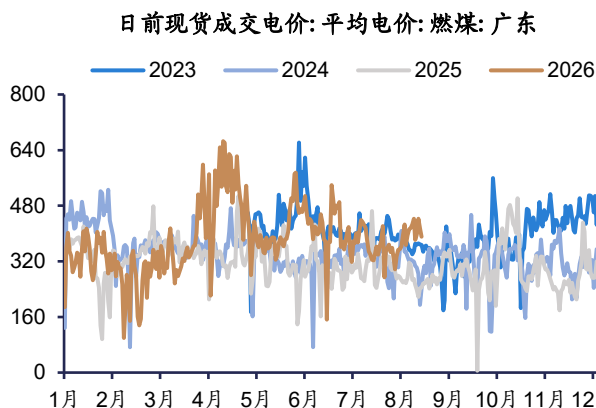
图表32：水布垭入库流量近期波动较大



来源：湖北省水文水资源中心，国金证券研究所

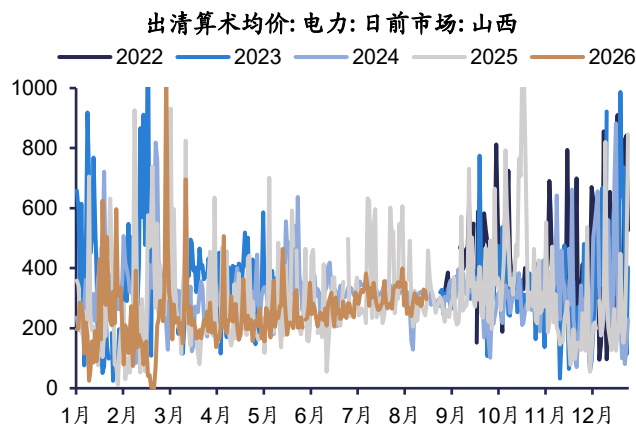
年初至今多省现货电价整体较前期低位有所回升，但近期波动有所加大：广东作为用电负荷中心之一，受需求修复及煤价上行等因素支撑，燃煤现货电价冲高后有所回落，近期整体宽幅波动，截止8月18日燃煤电价414.49元/兆瓦时，同比+172.03元/兆瓦时（幅度+71.0%）；山西日前市场电价近期整体震荡运行，7月末至8月初所有下降后小幅回升，截止8月20日日市市场出清算算术均价296.62元/兆瓦时，同比+13.91元/兆瓦时（幅度+4.9%）。

图表33：广东燃煤现货电价近期宽幅波动



来源：广东电力交易中心，国金证券研究所

图表34：山西现货市场电价近期震荡运行

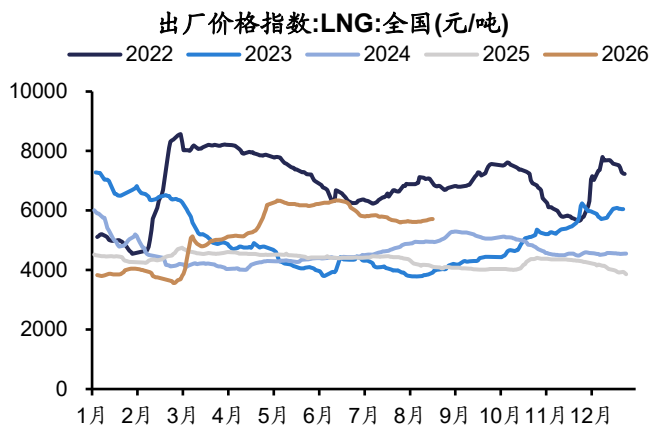


来源：山西电力交易中心，国金证券研究所

海外气价整体有所回落，国内LNG现货价格小幅上涨。2022年俄乌冲突爆发后，欧洲天然气供应链持续受扰，TTF气价一度飙升至历史高位，全球气价共振上行，国内LNG价格亦同步抬升。进入2026年后，中东地缘风险阶段性加剧，霍尔木兹海峡通行风险扰动，进一步扰动全球油气运输与供需预期，推动国际天然气价格波动加大。本周来看，欧洲TTF和美国NYMEX气价均有所上涨，国内LNG价格周环比基本持平。截止8月20日欧洲TTF现货价格为65.10欧元/兆瓦时，同比+102.1%，周环比+7.5%；截止8月20日美国NYMEX天然气期货价格为2.77美元/百万英热，同比+0.1%，周环比+1.2%；截止8月21日中国LNG现货价格为5512元/吨，同比+40.8%，周环比+1.9%。

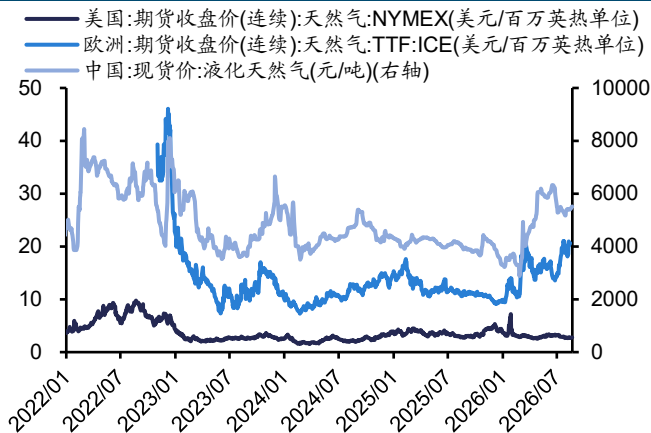


图表35：全国LNG出厂价格指数维持平稳



来源：上海石油天然气交易中心，国金证券研究所

图表36：国内外天然气价格表现分化



来源：CME，ICE，国金证券研究所

三、板块估值及交易情况

估值水平上，公用事业板块市盈率（剔除负值）为 19.06，近十年估值分位数为 49.98%，煤炭板块市盈率（剔除负值）为 18.53，近十年估值分位数为 92.38%；公用事业板块市净率为 1.70，近十年估值分位数为 33.52%，煤炭板块市净率为 1.76，近十年估值分位数为 97.68%。在交易量上，2026 年 2 月在算电融合催化下，公用事业板块成交占比一度明显抬升，5 月中旬至 6 月初再度走高，7 月下旬短期快速回升后近期有所回落，8 月 21 日公用事业板块成交量占比 3.78%，成交额占比 1.44%；煤炭板块来看，成交活跃度亦自 6 月初高位回落，7 月下旬短期回升后近期呈现波动态势，8 月 21 日成交量占比 1.50%、成交额占比 0.61%。年初至今 SW 一级行业中，煤炭、公用事业板块分别上涨 21.19%、0.02%，分别位列第三、第七名。

图表37：公用事业板块 PE 近十年分位数 49.98%



来源：iFind，国金证券研究所

图表38：公用事业板块 PB 近十年分位数 33.52%



来源：iFind，国金证券研究所



图表39：煤炭板块PE近十年分位数 92.38%



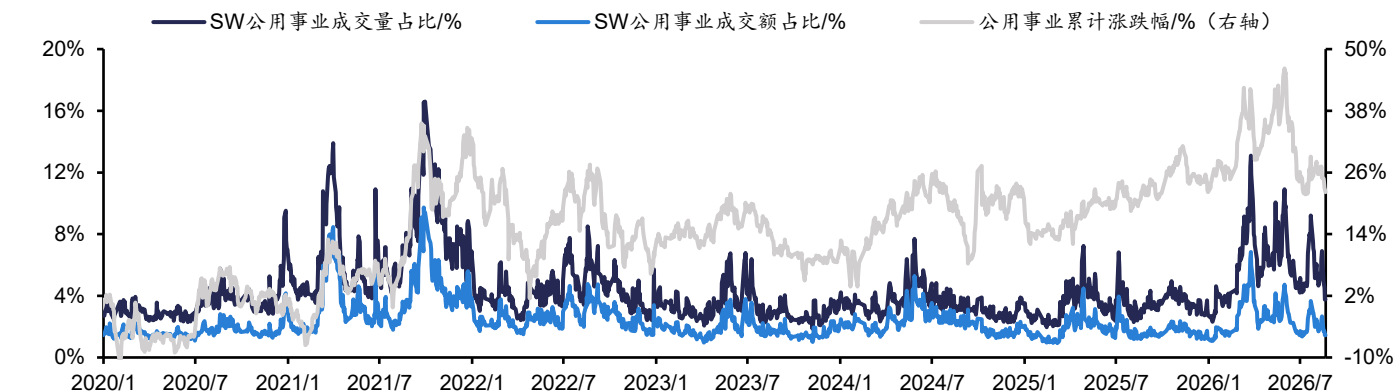
来源：iFind，国金证券研究所

图表40：煤炭板块PB近十年分位数 97.68%



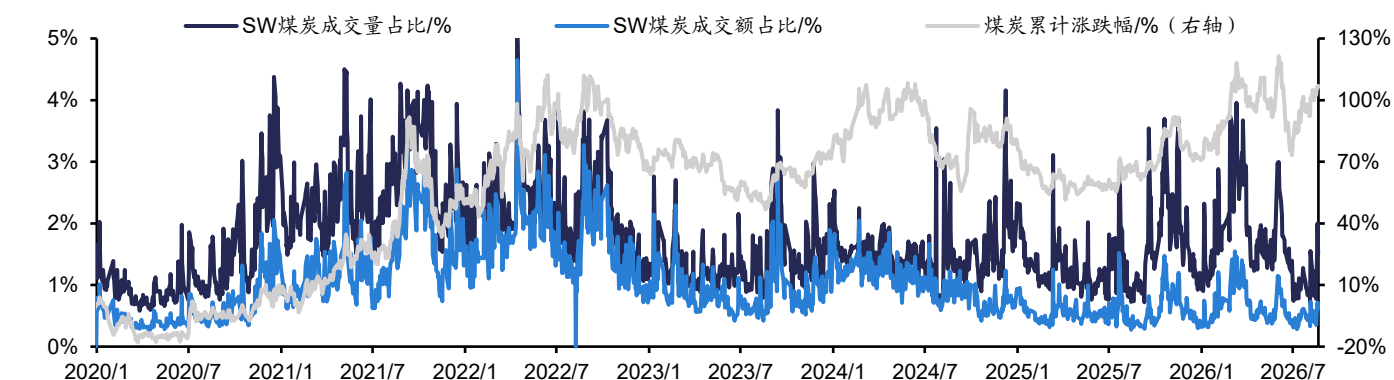
来源：iFind，国金证券研究所

图表41：公用事业板块成交量/额占比有所回落



来源：iFind，国金证券研究所

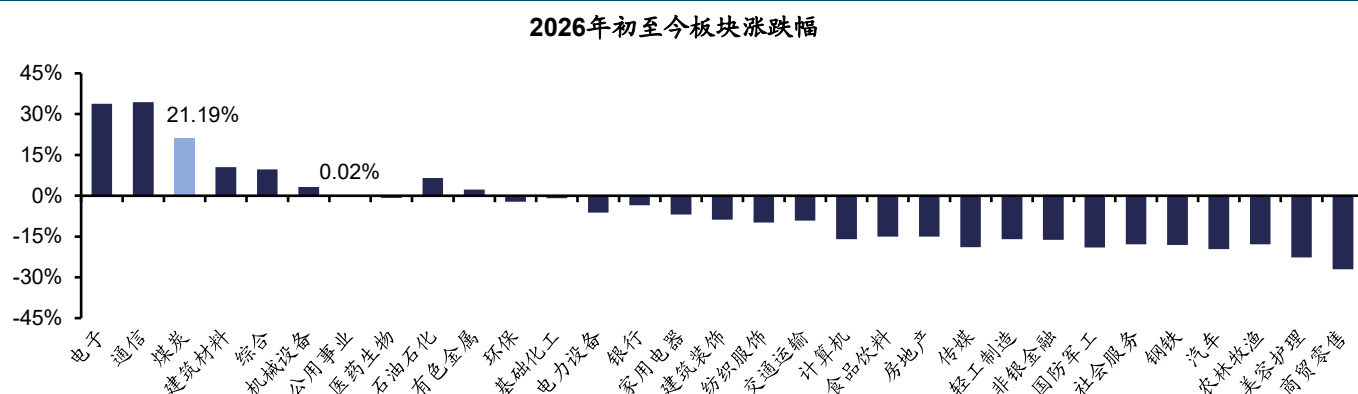
图表42：煤炭板块成交量/额占比近期有所提升



来源：iFind，国金证券研究所



图表43：煤炭与公用事业涨幅位居前列



来源：iFind，国金证券研究所

四、风险提示

煤价波动幅度超预期：若进口煤价格、国际能源价格扰动导致煤价超预期上涨，火电度电燃料成本可能重新抬升，压缩电量端和容量电价带来的盈利改善空间，并影响火电自由现金流转正、资产负债率下降及分红能力提升的持续性。

绿电装机及消纳情况不及预期：新能源全面入市后，绿电盈利对利用小时、市场化交易电价和消纳水平更加敏感。若风光装机继续高增但电网外送、调节电源及负荷增长不及预期，弃风弃光率可能抬升，大发时段电价折价扩大，导致绿电电量增长难以转化为收入和利润增长。

电力体制改革政策出台不及预期：若电力市场化改革推进节奏慢于预期，或机制电价、容量补偿、辅助服务收益、系统运行费用分摊等细则落地不及预期，相关资产盈利稳定性和现金流改善可能弱于判断，影响公用事业化重估逻辑兑现。



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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	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