



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）
lujiaqi@gjzq.com.cn

联系人：郭仕豪

guoshihao@gjzq.com.cn

红与红利的优选：4%的火电

投资逻辑：

■ 红与红利的优选：4%的火电

站在当下，我们认为红利资产的配置或从聚焦“利与红利”（利润增长的稳定型红利）走向关注“红与红利”（具备弹性的待挖掘红利），我们认为火电高度符合“红与红利”的特征。火电的红利投资价值逻辑有三：业绩困境反转、供需边际改善、资本开支收缩。在今年业绩承压的状态下，火电板块整体性仍具备 4% 以上的股息率水平，展望明年业绩向上、分红提升，盈利稳定性也将提升估值中枢。这高度符合我们对红与红利资产的期待，尤其是在当前低持仓且低交易用季度的背景下，我们建议重视火电板块的投资价值。

■ 电价上涨：电量电价提升、容量电价上涨

从电量电价侧来看，内贸煤现货最新价格为 984 元/吨，同比上涨 308 元/吨，电力公司大多 50% 以上的电量为年度长协，因此年内大幅受损，我们认为 2027 年的年度长协电价将显著提升。电价的传导逻辑遵循“煤价上涨—现货电价提升—月度电价上涨—年度长协电价改善”的传导链路，我们也看到广东自 5 月、江苏自 6 月起，月度交易电价均已超过 2026 年年度长协电价，各省电网代购电价亦持续提升，这为 2027 年年度长协电价上行提供了较强指引。从容量电价侧来看，全国最大用电负荷持续创新高，新能源装机快速增长但峰时有效容量相对有限，电力系统对煤电等稳定、灵活调节资源的需求进一步上升，伴随容量供需的持续紧张，我们看好容量电价的上涨，测算容量电价对龙头火电公司的利润贡献度超 70%。因此，对于火电而言，电量供需的宽松已边际改善，容量供需或已区域性趋紧，一方面看好电量利润的跨年修正，另一方面看好容量利润的持续提升，火电的盈利向上的确定性正大幅增强。

■ 底部利润仍具股息，资本开支回落

尽管上文提到今年的基本面承压，但我们可以看到 2026 年上半年全国性火电公司的度电利润降幅整体可控，仍保持约 2-4 分/千瓦时的盈利水平，显示板块在周期底部仍具备较强盈利韧性。火电公司的资本开支高峰已过，2025 年及 2026H1 投资支出分别同比下降 6.3%、15.2%，板块自由现金流 2025 年首次转正、2026 年上半年仍达到 347 亿元。多家公司作出分红比例甚至绝对分红金额的承诺，多数火电公司按照当前盈利及分红假设测算仍超 4% 股息率。

■ 低估低配低拥挤度，绝对相对均有价值

从估值角度来看，受业绩下降影响板块当前 PE 十年估值分位数为 63%，PB 十年估值分位数为 43%，净资产仍然持续呈现增长，未来 PB 的性价比也愈发凸显。从持仓方面来看，公募基金对火电板块的配置比例继续回落，2026Q2 环比下降 0.05pct 至 0.06%，板块持仓处于历史低位。从拥挤度数据来看，公用事业板块成交量占比 6.23%（前高为 9%-11%），成交额占比 2.83%（前高为 4%-6%），板块拥挤度仍然较低。

■ 相关标的：先全国再区域、持续评估电价弹性

全国性公司以及电价上涨弹性较大的区域公司：国电电力、宝新能源、华润电力、华能国际、华电国际、广西能源等。伴随年底电价逐步签订落地，部分区域高弹性地方火电：长三角如江苏国信、皖能电力、浙能电力、赣能股份、申能股份等，北方如建投能源、京能电力等，西北如内蒙华电、陕西能源等。

■ 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、利与红利的优选：4%的火电	3
二、相关标的	9
三、风险提示	10

图表目录

图表 1：重视火电的红利投资价值	3
图表 2：内贸煤价格年内大幅上涨	3
图表 3：火电度电利润上半年降幅可控(元/千瓦时)	4
图表 4：业绩整体仍然较为稳定	4
图表 5：全国布局火电公司火电度电利润情况	4
图表 6：容量电费有力抬升火电盈利基石	4
图表 7：2026 年甘肃、吉林等地容量电价超额提升	4
图表 8：当前广东月度电价已超过年度长协电价	5
图表 9：当前江苏月度电价已超过年度长协电价	5
图表 10：2026 年 6 月代购电价见底开始回升	6
图表 11：广东燃煤现货电价近期宽幅波动	6
图表 12：山西现货市场电价近期震荡运行	6
图表 13：2024 年后新增火电核准已显著下降	6
图表 14：即便考虑储能，测算十五五期间我国容量裕度依旧仅保持紧平衡	7
图表 15：2026H1 火电板块投资现金流净额同比-15.2%	7
图表 16：2026H1 火电板块自由现金流为 347 亿元	7
图表 17：2026H1 火电板块中期分红金额为 68 亿元	8
图表 18：2025 年火电板块股息率为 4.4%	8
图表 19：火电公司现金分红及股息率情况	8
图表 20：公用事业板块 PE 近十年分位数 63.05%	9
图表 21：公用事业板块 PB 近十年分位数 43.13%	9
图表 22：公用事业板块成交量/额占比有所回落	9
图表 23：细分板块来看，2026 年二季度末电板块配置比例降 0.06%	9



一、利与红利的优选：4%的火电

我们强调火电的红利投资价值，思路有三：

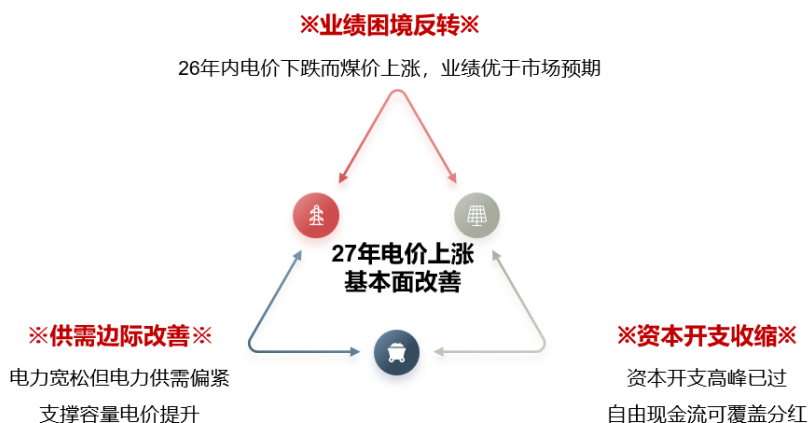
(1) 业绩困境反转：今年是电价下跌、煤价大涨的业绩承压年，但业绩仍好于预期。月度电价的上涨基本确立2027年电量电价提升，因此业绩有望底部向上；

(2) 供需边际改善：尽管在新能源装机增长的背景下电量供需是宽松的，但是电力供需已经在走向紧张，而火电作为灵活性电源，极大受益于电力供需，因此我们看到容量电价的上涨、市场化交易提升边际利润，这也是业绩底部抬升的原因；

(3) 资本开支收缩：电力板块的资本开支高峰已过，2025年及2026H1投资支出分别同比下降6.3%、15.2%。火电板块自由现金流也于2025年报首次转正，可覆盖分红。

我们预计，即便在今年业绩承压的状态下，火电板块整体性仍具备4%以上的股息率水平，展望明年业绩向上、分红提升，盈利稳定性也将提升估值中枢。这高度符合我们对红与红利资产的期待，尤其是在当前低持仓且低交易拥挤度的背景下，我们建议重视火电板块的投资价值。

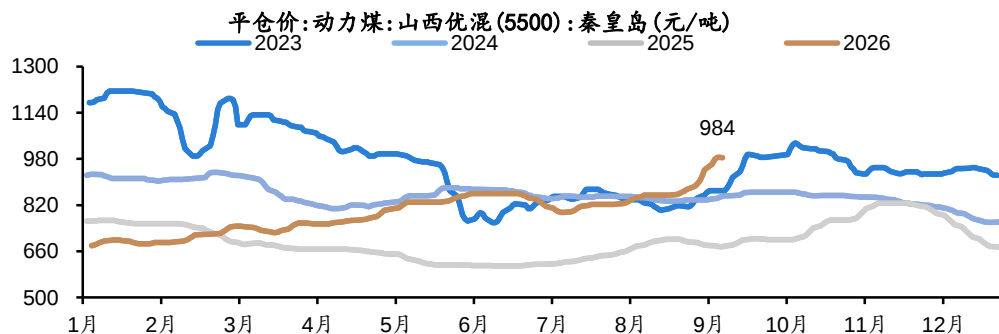
图表1：重视火电的红利投资价值



来源：国金证券研究所

尽管2026年内电价下降、煤价大幅上涨，但全国性火电公司度电利润降幅可控，上半年保持度电2-4分不等盈利。根据各公司中报分板块利润及经营数据，计算2026年上半年华能国际、国电电力、大唐发电、华润电力火电度电利润分别为0.042、0.023、0.031、0.042元/千瓦时，同比分别变化-0.005、-0.006、-0.004、-0.007元/千瓦时，整体好于预期。

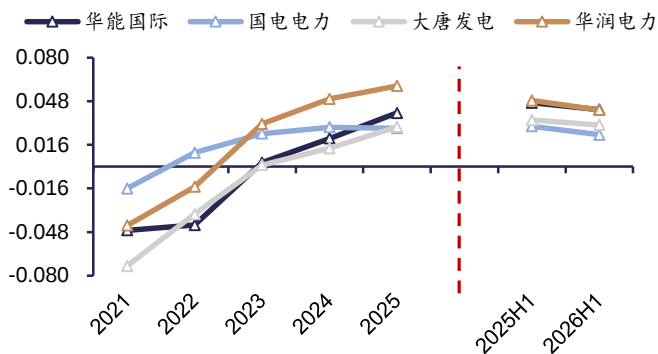
图表2：内贸煤价格年内大幅上涨



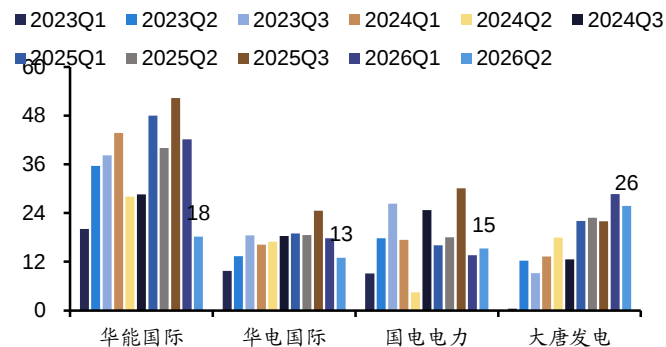
来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所



图表3：火电度电利润上半年降幅可控(元/千瓦时)



图表4：业绩整体仍然较为稳定



来源：Wind，国金证券研究所 备注：国电电力为净利润，其余为税前利润口径

来源：Wind，国金证券研究所

图表5：全国布局火电公司火电度电利润情况

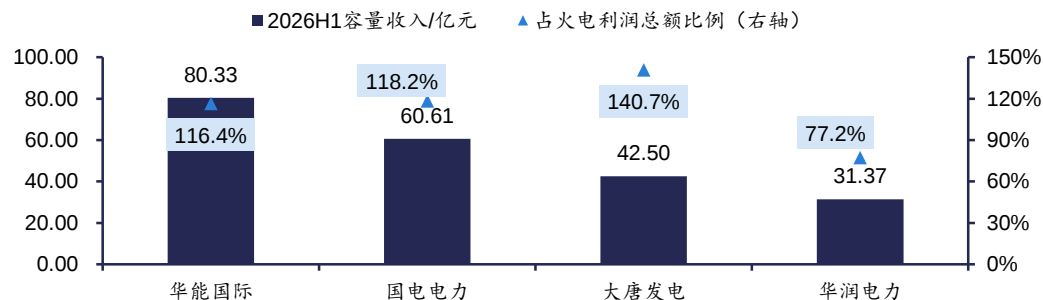
公司名称	火电利润/亿元					度电利润（元/千瓦时）				
	2024	2025	2025H1	2026H1	26H1 同比	2024	2025	2025H1	2026H1	26H1 同比
华能国际	82.22	145.40	80.63	68.98	-14.4%	0.021	0.039	0.047	0.042	-10.9%
国电电力	100.51	98.23	45.07	38.45	-14.7%	0.029	0.028	0.030	0.023	-20.9%
大唐发电	29.08	60.91	32.77	30.21	-7.8%	0.014	0.029	0.034	0.031	-10.5%
华润电力	89.97	108.55	40.52	40.62	0.3%	0.050	0.059	0.049	0.042	-14.2%

来源：Wind，国金证券研究所

备注：火电利润华润电力披露值单位为亿港元，度电利润已换算为人民币；国电电力为净利润口径，其余为税前利润口径

上半年火电业绩好于市场预期，考虑主要为长协煤比例的提升、月度及现货电价上涨、市场化交易带来度电收益超额。测算2026年上半年华能国际、国电电力、大唐发电、华润电力容量电费对利润的贡献度分别达116%、118%、141%、77%，伴随未来容量电价的提升，火电盈利稳定性还在持续加强。另一方面，火电凭借其灵活性在高价时段发电占比提升，提升度电利润水平，因此我们会观测到，火电利用小时数下降，但度电利润却好于年长协电价与煤价变动的水平。

图表6：容量电费有力抬升火电盈利基石



来源：Wind，国金证券研究所

图表7：2026年甘肃、吉林等地容量电价超额提升

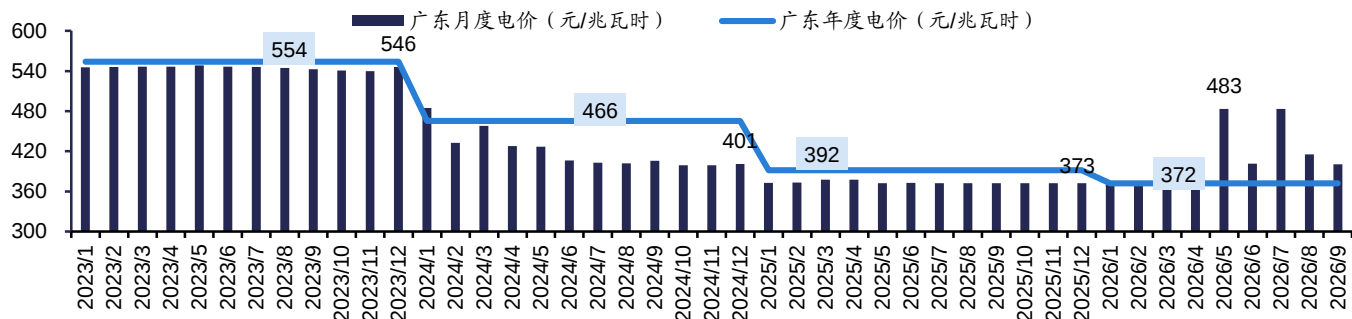
省级电网	容量电价（元/千瓦·年，含税）			省级电网	容量电价（元/千瓦·年，含税）		
	2024-2025	2026	提升幅度		2024-2025	2026	提升幅度
甘肃	100	330	230%	北京	100	165	65%
吉林	100	330	230%	上海	100	165	65%
云南	165	330	100%	江苏	100	165	65%

广西	165	248 *	50%	浙江	100	165	65%
天津	100	231	131%	安徽	100	165	65%
四川	165	231	40%	福建	100	165	65%
青海	165	185 *	12%	江西	100	165	65%
湖北	100	165	65%	辽宁	100	165	65%
黑龙江	100	165	65%	冀北	100	165	65%
陕西	100	165	65%	河北	100	165	65%
新疆	100	165	65%	山西	100	165	65%
宁夏	100	165	65%	山东	100	165	65%
深圳	100	165	65%	蒙西/蒙东	100	165	65%
广东	100	165	65%	河南	165	165	0%
海南	100	165	65%	湖南	165	165	0%
贵州	100	165	65%	重庆	165	165	0%

来源：国家发改委，各地能源局、发改委，国金证券研究所 备注：广西、青海 2026 年容量电价为征求意见稿

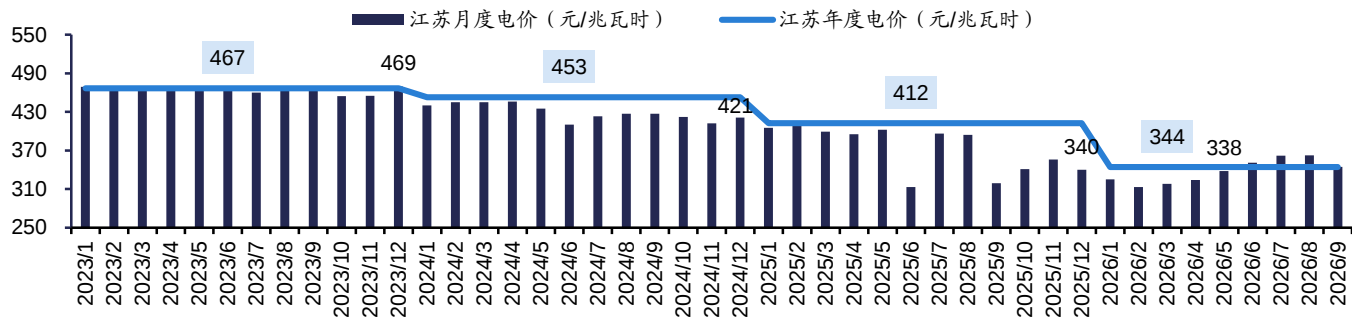
展望一：电量电价上涨。我们看好目前煤价上涨→现货电价提升（滞后煤价1-2月）→月度电价上涨（滞后现货电价约1月）→年度长协价格提升（取决于年末的月度电价）的传导链路，市场逐步建立起对年度长协电价提升的期待。观察年度电价和月度电价来看，上一年12月月度交易电价往往对次年年度交易电价具有一定指引意义。年内现货电价已率先上涨，广东省2026年5月起月度电价已超过年长协电价，江苏6月起亦超过年长协电价，全国代购电价平均电价也自6月起中枢抬升，预计明年电价上涨为大概率事件。

图表8: 当前广东月度电价已超过年度长协电价



来源：广东电力交易中心，国金证券研究所

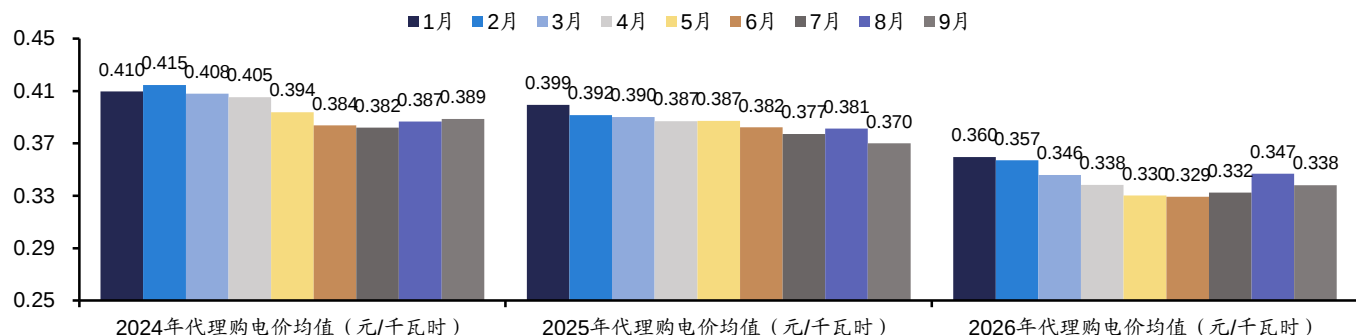
图表9：当前江苏月度电价已超过年度长协电价



来源：江苏电力交易中心，国金证券研究所

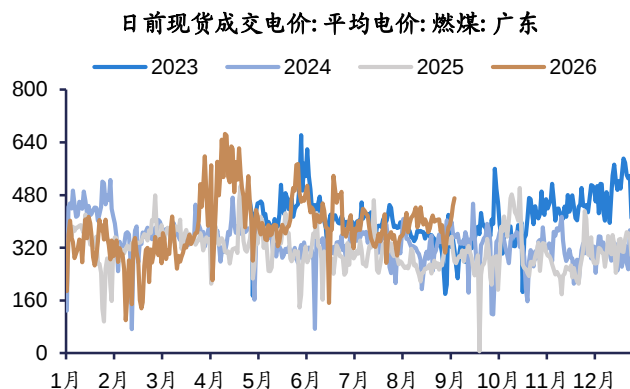


图表10：2026年6月代购电价见底开始回升



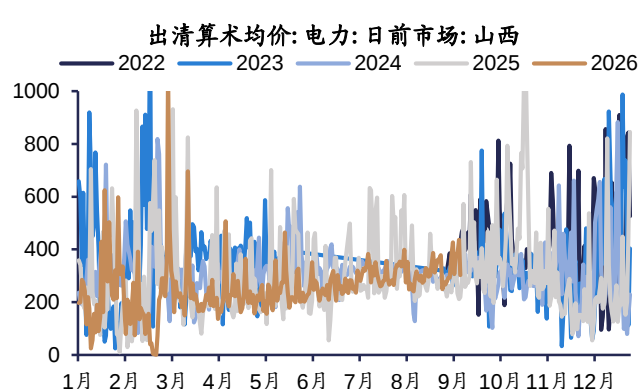
来源：北极星电力网，国金证券研究所

图表11：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

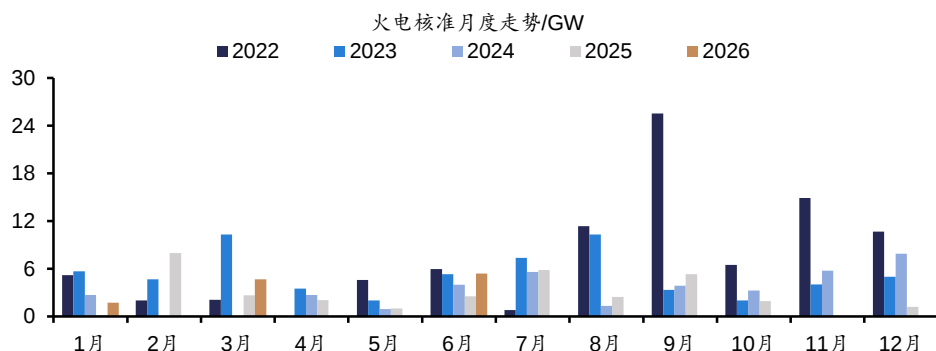
图表12：山西现货市场电价近期震荡运行



来源：山西电力交易中心，国金证券研究所

展望二：电力供需改善。火电业绩反映的供需主要由两部分决定，一方面是利用小时数代表的电量供需，由于新能源装机增量逐步放缓，我们认为电量供需宽松程度也在边际弱化。更重要的是，由于火电具备灵活性能力，电力供需或已进入边际紧张状态，尤其是在火电新增核准大幅下降的趋势下。测算我国十五五期间仅考虑发电装机的容量裕度从2025年15%下降至6%，考虑抽蓄、储能后的容量裕度基本保持在23%-25%。十五五期间，我们预计部分省份容量电价仍有较大提升空间，火电度电收入中的稳定部分比例有望持续扩大。

图表13：2024年后新增火电核准已显著下降



来源：北极星电力网，国金证券研究所



图表14：即便考虑储能，测算十五五期间我国容量裕度依旧仅保持紧平衡

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全国最大用电负荷/亿千瓦	11.92	12.90	13.39	14.51	15.06	15.86	16.70	17.59	18.52	19.51
增速	10.8%	8.2%	3.8%	8.4%	3.8%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
可靠供电能力/亿千瓦	14.76	15.34	16.12	17.03	18.41	19.70	20.83	21.76	22.77	23.95
增速	4.8%	4.0%	5.1%	5.6%	8.1%	7.0%	5.8%	4.5%	4.7%	5.2%
可靠发电能力/亿千瓦	14.43	14.92	15.57	16.25	17.29	18.31	19.12	19.67	20.21	20.73
增速	4.6%	3.4%	4.4%	4.3%	6.4%	5.9%	4.4%	2.9%	2.8%	2.6%
其中：火电	11.67	11.99	12.51	13.00	13.85	14.66	15.20	15.49	15.78	16.07
核电	0.48	0.50	0.51	0.55	0.56	0.63	0.70	0.76	0.82	0.85
水电	1.95	2.07	2.11	2.18	2.24	2.28	2.38	2.48	2.58	2.67
风电	0.33	0.37	0.44	0.52	0.64	0.74	0.84	0.94	1.04	1.14
光伏	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
可靠储能能力/亿千瓦	0.32	0.42	0.55	0.78	1.11	1.39	1.72	2.09	2.56	3.22
容量裕度 1-（只靠发电装机）	21%	16%	16%	12%	15%	15%	14%	12%	9%	6%
容量裕度 2-（发电+储能）	24%	19%	20%	17%	22%	24%	25%	24%	23%	23%

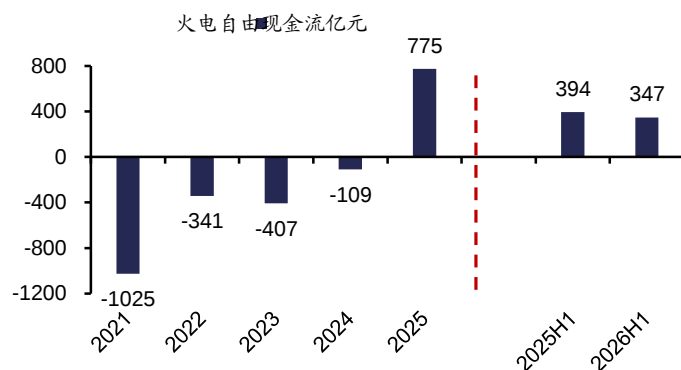
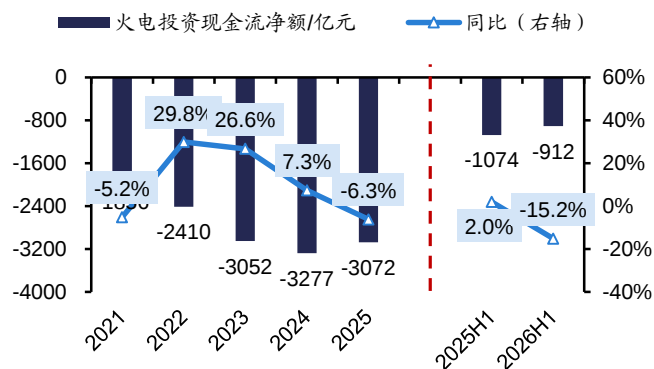
	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
发电装机容量/亿千瓦	23.77	25.64	29.20	33.49	38.91	42.97	46.54	49.63	52.71	55.76
火电	12.97	13.32	13.90	14.44	15.39	16.29	16.89	17.21	17.53	17.85
核电	0.53	0.56	0.57	0.61	0.62	0.70	0.77	0.85	0.91	0.95
常规水电	3.91	4.14	4.22	4.36	4.48	4.56	4.76	4.96	5.15	5.35
风电	3.28	3.65	4.41	5.21	6.40	7.40	8.40	9.40	10.40	11.40
光伏	3.07	3.93	6.09	8.87	12.02	14.02	15.72	17.22	18.72	20.22
新型储能装机容量/亿千瓦	0.04	0.09	0.31	0.74	1.45	1.95	2.55	3.20	3.95	4.75
抽水蓄能装机容量/亿千瓦	0.36	0.45	0.51	0.59	0.66	0.74	0.82	0.92	1.07	1.27

来源：国家能源局，iFind，国金证券研究所

展望三：资本开支收缩。电力公司资本开支高峰期已过，自由现金流转正带来的长期分红能力提升。我们看到火电板块投资现金流指出已经连续两年放缓，2025及2026H1分别同比下降6.3%/15.2%。去年火电板块自由现金流首次转正，中报仍实现347亿元。我们此前判断电力对新能源的资本开支于2024年见顶，当前伴随对新能源的新增投资趋于理性，火电新增显著下降，预计板块投资现金流支出将显著低于十四五期间。而火电盈利稳定性又在提升，经营现金流稳中向好，自由现金流转正可有效覆盖分红。

图表15：2026H1 火电板块投资现金流净额同比-15.2%

图表16：2026H1 火电板块自由现金流为 347 亿元



来源：Wind，国金证券研究所

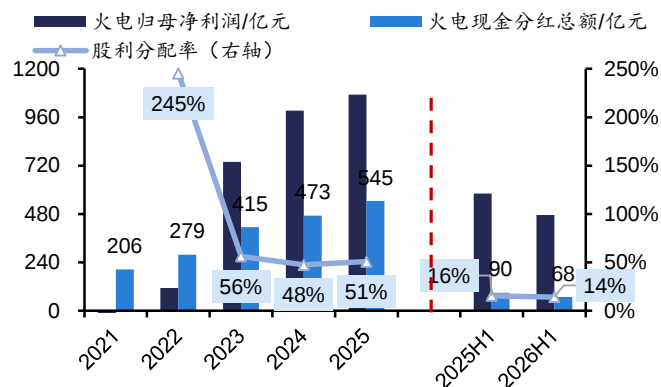
来源：Wind，国金证券研究所

盈利底部仍具“4%”以上股息率，火电有望成为稳定分红主体，走向公用事业化。近年火电公司分红持续兑现，2023-2025年火电板块分红总额分别为415、473、545亿元，股利分配率分别为56%、48%、51%，仍具有提升空间。股息率方面，火电板块股息率已从2021年

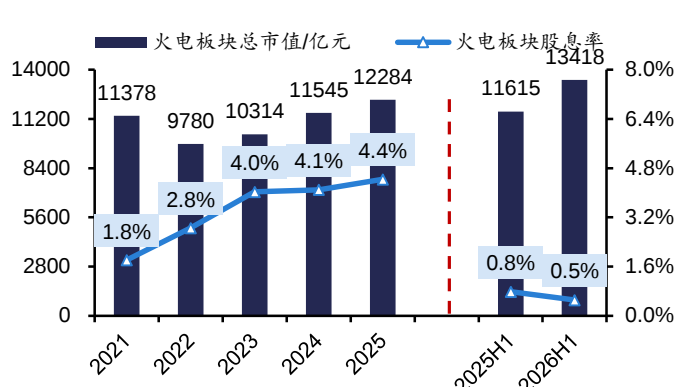


1.8%绝对低点升至2025年的4.4%，多家公司发布分红比例承诺及绝对分红金额承诺。伴随盈利改善及稳定性提升，火电板块分红具备可持续性，2026年市场一致预期利润及较2025年度分红比例持平的情况下（有分红承诺的除外），绝大部分火电公司A股股息率在4%以上，H股股息率在5%以上（含税）。

图表17：2026H1 火电板块中期分红金额为 68 亿元



图表18：2025 年火电板块股息率为 4.4%



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表19：火电公司现金分红及股息率情况

	归母净利润/亿元			现金分红总额/亿元			剔除永续债利息后股利分配率			股息率		
	2024	2025	2026E	2024	2025	2026E	2024	2025	2026E	2024	2025	2026E
华能国际 H	72.6	117.6	120.5	41.8	62.1	50.5	86%	66%	66%	6.7%	7.6%	6.5%
中国电力	33.6	29.1	25.7	26.0	20.6	18.0	89%	84%	85%	7.2%	5.7%	6.2%
华电国际 H	47.0	60.7	53.1	22.4	26.6	23.4	57%	49%	50%	5.9%	6.2%	5.8%
大唐发电 H	30.5	59.9	71.5	11.5	27.4	24.7	69%	59%	59%	4.6%	7.4%	5.8%
华润电力	135.7	130.3	118.1	52.7	51.5	46.0	40%	40%	40%	5.8%	6.4%	5.5%
浙能电力	77.5	75.3	55.4	38.9	44.2	32.5	50%	59%	59%	5.1%	6.7%	4.8%
申能股份	39.4	40.1	35.5	22.0	22.5	19.8	57%	58%	58%	4.7%	5.9%	4.7%
皖能电力	20.6	21.5	17.7	7.2	8.6	8.0	35%	40%	45%	4.0%	4.8%	4.7%
华能国际	101.4	144.1	120.5	42.4	62.8	50.5	55%	52%	52%	4.0%	5.4%	4.6%
广州发展	17.3	23.2	19.0	9.5	12.3	10.0	55%	53%	53%	4.2%	5.4%	4.6%
华能蒙电	23.3	24.9	24.8	14.4	17.2	17.1	63%	70%	70%	5.1%	5.9%	4.5%
国电电力	98.3	71.6	61.8	35.7	43.0	39.2	36%	60%	60%	4.4%	4.8%	4.1%
华电国际	57.0	60.7	53.1	22.4	26.7	23.4	45%	49%	50%	3.9%	4.6%	4.1%
建投能源	5.3	18.8	17.2	2.4	5.8	5.9	44%	31%	35%	2.3%	3.8%	3.9%
京能电力	17.2	35.3	36.3	8.0	11.4	11.7	53%	34%	34%	3.4%	3.3%	3.1%
大唐发电	45.1	73.9	71.5	11.5	27.4	26.5	37%	46%	46%	2.2%	4.2%	2.5%
江苏国信	32.4	34.7	27.9	3.8	4.9	4.0	12%	14%	14%	1.3%	1.8%	1.4%

来源：Wind，国金证券研究所

备注：盈利预测来自 Wind 一致预期，2026 年度股息率对应收盘价日期为 2026/9/11

当前板块低配低估低拥挤度。估值水平上，公用事业板块市盈率（剔除负值）为 20.54，近十年估值分位数为 63.05%；板块市净率为 1.74，近十年估值分位数为 43.13%，未来伴随净资产的持续修复，PB 的性价比愈发凸显。拥挤度数据来看，9 月 11 日公用事业板块成交量占比 6.23%（前高为 9%-11%），成交额占比 2.83%（前高为 4%-6%）。持仓方面，自 2025Q3 起公募基金对火电板块配置比例大幅回落，当前板块持仓已处历史低位。



图表20：公用事业板块PE近十年分位数 63.05%



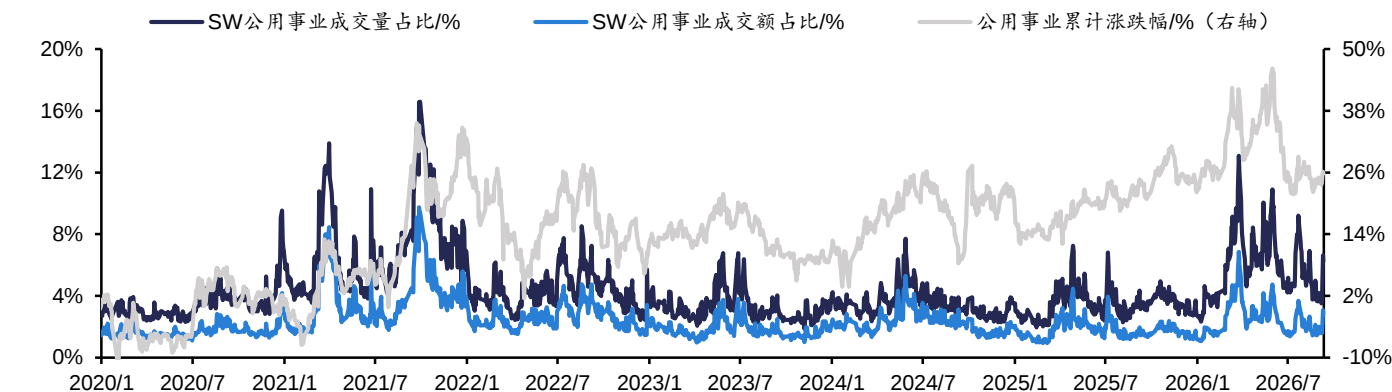
来源：iFinD，国金证券研究所

图表21：公用事业板块PB近十年分位数 43.13%



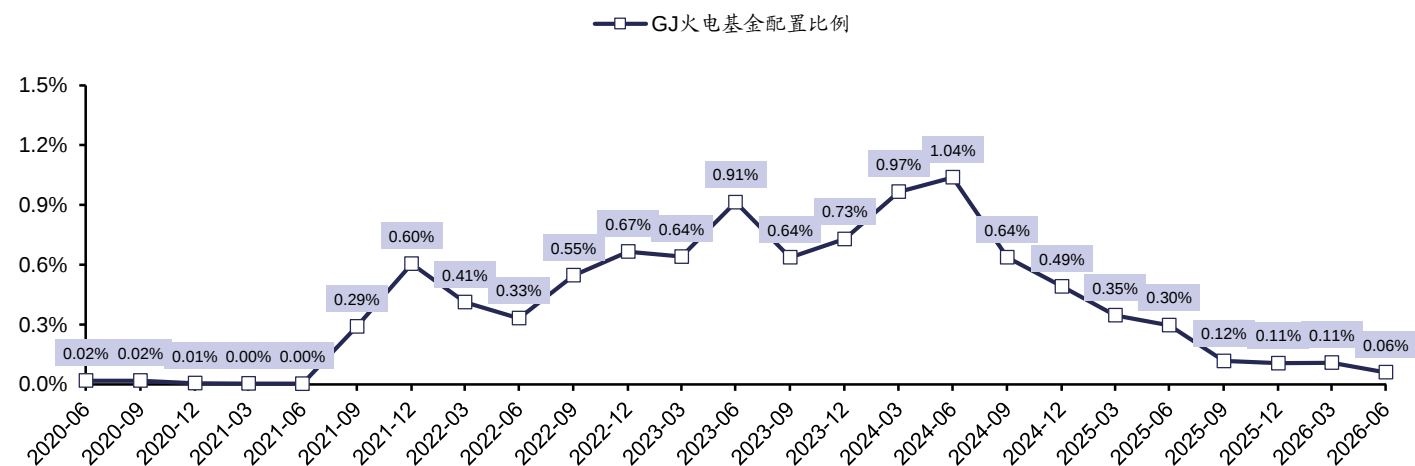
来源：iFinD，国金证券研究所

图表22：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23：细分板块来看，2026年二季度末电板块配置比例降0.06%



来源：iFinD，国金证券研究所

二、相关标的

回顾2026年上半年，收入下行与成本上涨是驱动板块盈利收缩的关键因素。站在当前时点进行展望，目前广东、江苏等省份的月度电价已经超过2026年的年度长协，各省份电网代购电价也环比持续提升，这将带动2027年的年度长协电价改善。从驱动电价上涨的因子来看，除了表观看到的煤价上涨之外，从负荷供需的角度来看，最宽松的时间也或将过去。



相关标的如全国性公司以及电价上涨弹性较大的区域公司：国电电力、宝新能源、华润电力、华能国际、华电国际、广西能源。伴随年底电价逐步签订落地，区域高弹性地方火电：长三角如江苏国信、皖能电力、浙能电力、赣能股份、申能股份等，北方如建投能源、京能电力等，西北如内蒙华电、陕西能源等。

三、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

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：北京市东城区建国内大街 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



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究