

缺电和大宗商品价格下跌的影响

——策略行业交流会议纪要（20110510）

张海波 分析师

电话：020-87555888-337

eMail: zhb@gf.com.cn

SAC 执业证书编号：S0260511010013

缺电限电分析及投资机会

缺电原因：其一用电需求旺盛，高耗能企业受去年四季度节能减排影响，一季度用电需求显著回升，用电总量仅次于历史高峰水平，其他部分行业由于需求或其他原因用电增速也比较明显，如纺织服装由于增速明显用电大幅回升，农林牧渔由于部分地区干旱用电增速较大。整体而言用电需求旺盛既是去年节能减排后续影响的体现，也是一季度经济超预期增长的结果。其二电力供给不足，南方干旱导致水电出力不足，盈利欠佳又致使火力发电动力不足。

缺电趋势：节能减排后续影响减弱、经济增速预期回调，有利于减轻缺电压力，但是夏季用电高峰临近，并且目前主要是用电结构性矛盾突出，区域性缺电形势将依然持续。从供需结构上来看，沿海地区形势更为严峻一些。

投资机会：电力由于盈利难以明显改善，主要是情绪性交易机会，行情可能持续到 6 月。钢铁、水泥的看点在于供给受限所带来的价格上涨。化工子行业中有煤炭资源的氯碱龙头有望直接受益。

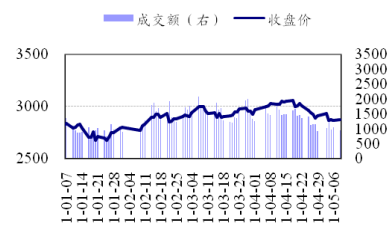
大宗商品价格下跌分析及投资机会

大宗商品价格下跌原因：大宗商品价格的下跌是由于美国 QE2 如期结束预期造成的，美元均值回归的动力增强。另一个原因是目前新兴国家也都处于加息的紧缩过程中，经济增长存在放缓担忧。

大宗商品价格趋势：由于 QE2 会如期结束，流动性催生的泡沫将会得以释放，油价将会回归于由真实供求状况决定的状态。由于大宗商品的供给并未发生较大变动，需求状况虽然不断好转，但依然未达到 07 年全球经济极度繁荣时期的水平。我们预计，IPE 油价格在 100 美元左右的高位徘徊。国际金属价格由于美元反弹，价格承压，但国内有补库存需求，预计下跌幅度不会太大。

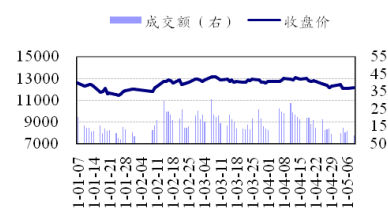
综合分析，我们认为，如果大宗商品价格继续调整，对化工和有色金属影响略偏负面。最有望从中受益的是输配电一次高压设备，如果金属价格企稳或回落，输配电一次高压设备有望迎来盈利拐点。

上证综合指数走势



最新收盘：2872.46 涨跌幅：0.30%

深证成份指数走势



最新收盘：12125.01 涨跌幅：0.48%

摘要

近期国内部分地区的缺电限电和国际大宗商品价大幅下跌，均对A股市场产生了重大影响。针对这两个问题，我们在周日的策略与行业交流会议上进行了专题讨论。

缺电限电分析

缺电原因：归结为供需两方面原因。其一用电需求旺盛，部分地区高耗能企业受去年四季度节能减排影响，一季度用电需求显著回升，用电总量仅次于历史高峰水平，其他部分行业由于需求或其他原因用电增速也比较明显，如纺织服装由于增速明显用电大幅回升，农林牧渔由于部分地区干旱用电增速较大。整体而言用电需求旺盛既是去年节能减排后续影响的体现，也是一季度经济超预期增长的结果。其二部分地区电力供给不足，南方干旱导致水电出力不足，盈利欠佳又致使火力发电动力不足。

解决方案：新上机组远水解不了近渴，重要的是，问题的关键不在于装机容量。短期来看，缓解电荒更可行的方案可能在于：高耗能行业限电以保障生活用电、提高电价促动火电企业积极性、节制浪费用电。提高电价是解决火电企业动力不足的有效方式，但出于通胀顾虑，提价幅度、时间以及能在多大程度缓解火电企业发电动力不足的问题，都存在不确定性，我们预计三季度可能再次上调电价。

缺电趋势：节能减排后续影响减弱、经济增速预期回调，有利于减轻缺电压力，但是夏季用电高峰临近，并且目前主要是用电结构性矛盾突出，区域性缺电形势将依然持续。从供需结构上来看，沿海地区形势更为严峻一些。

行业投资机会

电力行业：行情可能会持续到6月份，但总体感觉是情绪性交易机会，原因在于行业盈利未改善，行业监管发生改变。此次行情与03年行情的明显差异在于：03年电荒是由于装机容量不足，而目前装机富裕，只是利用效率不高；03年电网与发电企业未分开，行业垄断利润高，火电毛利率高达35%，而现在火电企业受到煤企和电网两头挤压。我们提供的标的是：华能国际和华电国际（弹性相对较大）。

钢铁行业：预计5月、6月限电范围会扩大。限电范围扩大，有利于压缩钢铁行业供给，促进钢价上涨，带来行业性投资机会。受益相对较多，业绩改善程度较大的公司有：八一钢铁、三钢闽光和新钢股份。

化工行业：限电影响价格同时会影响到产能，综合影响复杂。最直接的受益品种是具备煤炭资源的氯碱龙头，标的包括天原集团、英力特、内蒙君正、中泰化学、新疆天业。

有色金属：铜铝加工企业50%分布在江浙，缺电影响到下游加工行业开工率，行业偏空。

建筑建材：总体来讲，限电影响是利好。水泥价格还会继续上涨。主要利好标的是华东和华北地区水泥，结合当前估值来看，我们推荐华东海螺水泥、华北冀东和金隅股份；西北的天山股份和青松建化，东北的亚泰集团。

电力设备：缺电对行业影响不大。发电利用小时数没有出现显著增长，说明对整体的装机容量扩充需求并不迫切，缺电更多是区域性的。由于枯水因素导致水电发电量不足，而火电由于煤价原因，发电意愿也不强烈。

煤炭行业：电力企业不愿购买煤，发电意愿低。电荒如何影响煤炭的量和价？由于电力企业采购不力，煤炭销量将下滑，但由于煤炭的资源属性和采煤成本，煤炭价格很难下跌，同时煤价的下跌也不利于发电企业要求电力提价的诉求。加上煤炭运输渠道不

通畅，煤炭企业二季度的真实业绩将受到负面影响，目前投资机会不大。

大宗商品价格分析：

大宗商品价格下跌原因：大宗商品价格的下跌是由于美国QE2如期结束预期造成的，美元均值回归的动力增强。另一个原因目前新兴国家也都处于加息的紧缩过程中，经济增长存在放缓担忧。

大宗商品价格趋势：由于QE2会如期结束，流动性催生的泡沫将会得以释放，油价将会回归于由真实供求状况决定的状态。由于大宗商品的供给并未发生较大变动，需求状况虽然不断好转，但依然未达到07年全球经济极度繁荣时期的水平。我们预计，IPE油价格在00美元左右的高位徘徊。国际金属价格由于，美元反弹之下，价格承压，但国内有补库存需求，预计下跌幅度不会太大。

行业投资机会

化工行业：整体看，二季度原油价格将呈现更为剧烈的高位震荡格局。对化工行业的影响，一方面将加剧下游化工品的价格波动，另一方面将从企业微观层面加剧存货或产成品减值导致的业绩波动。

有色金属：美元反弹，金属价格承压。一季度，上海金属价格滞涨国际金属价格，国内大幅下跌的可能性不大。下游企业在国际金属价格大幅上涨时期降低库存，减少购买；在价格下跌时期有补库存需求。关注价格下跌以后中国下游企业的补库存情况，以及估值重心下移以后基本面较好的铜资源股的“抄底”机会。

电力设备：原材料价格对输配电一次高压设备的影响最大。铜、铝、钢铁板材、取向硅钢等在输配电一次高压设备的成本比重较高。在今年国网招标中，招标价格有所回升的情况下（第一批集中招标价格回升6%~7%），若原材料价格能保持稳定甚至出现回落将使一次设备企业盈利能力迎来拐点。我们判断，由于一次设备的生产周期和结款期，业绩拐点最快将在今年下半年出现。

农业：二季度，受宏观环境压制，市场担心国际与中国紧缩，农产品期货价格出现回调。目前来看期货商品大幅下跌空间已经较为有限，多品种多呈向下寻找支撑的走势。短期推荐调整比较充分的水产养殖中的东方海洋、好当家和獐子岛；长期坚定看好雏鹰农牧及星河生物；最后受益养殖旺季到来提振，海大集团和通威股份也将步入年内业绩增长期，建议逢低“买入”。

由于缺电和大宗商品价格下跌对部分行业会同时产生影响，所以下文的行业交流观点中我们不再区分议题归总。

宏观（崔永、胡进）：大宗商品价格走势分析

关于大宗商品价格下跌的原因：

由于欧洲宣布不加息与石油和黄金大跌发生在同一天，投资者似乎认为，欧洲不加息是大宗商品价格大幅下跌的原因。但是，我们认为，欧洲不加息仅仅是大宗商品下跌的一个借口，而非本质原因。其实质原因我们在4月28日的《FOMC会议声明点评》中已经明确给出：大宗商品价格的下跌是由于美国QE2如期结束预期造成的。我们在中的风险提示指出：QE2即将到期结束，大宗商品价格继续冲高的风险加大。如果投资者对QE2后美联储保持资产规模不变形成一致预期，那么就可以推断出，近期由于流动性增

加、美元走弱而致使的大宗商品价格飙升的状态就可能行将结束。在这种预期下，投资者可能会提前在高位抛售大宗商品，降低仓位。而这一举动也将会使大宗商品价格的回落提前到来。另外，目前新兴国家也都处于加息的紧缩过程中。这无疑也会成为大宗商品价格回落的重要因素之一。也就是说，投资者已预期大宗商品价格已经冲到了最高位，等着抛售，欧洲不加息加深了这么预期的兑现和情绪的推升，造成了大宗商品价格的暴跌。

大宗商品价格泡沫部分将逐步被消耗，回归真实供需决定状态

除了突发因素外，大宗商品价格的变化有3个原因：

- (1) 大宗商品美元标价。美元指数变动，导致价格回落，但不是一个决定因素。
- (2) 投机性因素，这一因素可由货币流动性来度量。
- (3) 供需状况是影响大宗商品价格的主要因素。

由于QE2的会如期结束，由流动性催生的泡沫成分将会被消除，油价将会回归到由真实供求状况决定的状态。近期油价的下跌正是这一过程的体现。

大宗商品价格的走势预判

由于大宗商品的供给并未发生较大变动，需求状况虽然不断好转，但依然未达到07年全球经济极度繁荣时期的水平。由此，我们预计，IPE布油价格仍在100美元左右的高位徘徊。

输入性通胀压力减轻

宏观测算，国内CPI时间滞后油价5-6个月。而国际油价同比涨幅最快的为今年1月份，由此来看，国内6月份CPI同比压力还比较大。随着目前，油价的回落，同比增速也将较快回落，由此可以推测6月份之后国内通胀压力减轻的较快。

电力行业（谢军）：情绪性交易机会

缺电原因分析

近期部分地区电力供应紧张，以致出现行政限电措施，分析其中原因，有两点比较确定：

1、用电需求旺盛

主要体现在：（1）部分地区重点行业用电量回升明显。高耗能行业（化工、建材、钢铁冶炼、有色金属冶炼）一季度合计用电3512亿千瓦时，同比增长11.1%，规模仅次于2010年二季度的历史最高水平。细分看，化工、建材、有色金属冶炼行业的月度用电量基本与上年月度最高用电水平相当，而钢铁冶炼行业，受去年四季度限电节能减排限产影响，一季度行业补库存，用电需求旺盛，月度用电量连创新高，1、3月份用电量分别为444亿千瓦时和447亿千瓦时，同比分别增长11.5%和19.0%，规模均远高于上年各月。（2）其他部分行业用电增速也很明显，如农林牧渔业由于部分干旱地区用电同比增幅较高，纺织行业增速回升明显（全国纺织行业增速较去年5.4%上升至12.7%，用电需求增加，浙江纺织行业3月单月用量增速就超过33%。

总体来看，一季度全国全社会用电量同比增长12.7%，与上年四季度5.4%增速相比，显著回升，主要原因在于经济超预期，个人感觉有偏热倾向。

2、电力供应不足：（1）部分地区受干旱严重，水力发电不足。江西、湖南、福建、

浙江等南方干旱省份2010年水电装机分别占本省总装机容量的24.75%、43.81%、32.63%和16.94%。干旱导致水力发电不足，出现用电缺口。（2）火电企业由于盈利欠佳，非正常检修较多，正常发电动力不足。

政府应对措施

上新机组没这么快，火电需要2-3年，并且目前火电并不是产能不足，更重要的原因是动力不足。解决的办法还是在：

1、限电措施，行政手段限制高耗能行业（钢铁、有色、水泥、化工等行业）用电，保障生活用电。

2、提电价，是最好的解决方式，可以提高火电企业积极性。

3、加强用电管理，限制乱用电。

4、可能促进火电和水电的审批，近三年尽管装机容量没问题，但如果经济继续高速增长，新增装机容量可能跟不上需求增速。

电力行业是否存在机会？

随用电高峰临近，缺电限电导致电力股行情可能会持续到6月份，但总体感觉是情绪性交易性机会，根本原因在于行业盈利未改善，行业监管发生改变。

此次情况与03年五朵金花行情时的情况相比，背后原因明显不一样。一方面，上次是由于装机容量不足，而现在装机富裕，出力不足，利用效率不高。另一方面行业监管也发生变化，03年电网与发电企业未分开，行业垄断利润高，火电毛利都达到35%，现在火电企业受到煤企和电网两头挤压。

缺电导致电力股受到市场广泛关注度，基金持有电力股很少，下跌空间不大，短期有上涨可能。但往后2-3个月看，还是要看盈利，中长期业绩不支持估值提升。我们提供的标的是：华能国际和华电国际（两者弹性相对较大）。

Q：水电行业是否存在投资机会？

A：水电上市公司较少。从政策上看国家会加快水电建设，但水电业绩靠天吃饭。今年延续去年枯水期，业绩不会太好。

Q：缺电会不会加快电价改革？

A：从电力改革的步骤来看，首先是产网分离、然后输配分离（主辅分离）、再就是市场化定价。电价改革一直未实现，其中原因，除了涉及电厂和电网之间的利益分配之外，还涉及到中央政府与地方政府的博弈，是一个较长的过程。

Q：哪些区域装机不足，电荒可能升级？

A：历年数据来看，沿海装机容量不足。中国能源以煤为主，国家实行特高压跨区域输电政策，煤炭大省特高压发电输送至沿海。浙江，广东适当控制了火电建设，但是特高压的建设相对缓慢，西电东送的不是太多，导致沿海出现装机不足现象。

目前用电最紧张的地区是：浙江、江西、湖南、福建、河北等。浙江区域，缺电较大，随夏季居民用电上升，缺口将会加剧，但没有标的。广东标的比较多，广东用电部分是通过西电东送，主要来自云南广西，目前两省来水还可以。广东每年都存在电力缺口，今年用电紧张的情况可能会持续到8、9月份。

钢铁（冯刚勇）：限电有利于减少行业供给，促进钢价上涨

目前钢铁企业受到限电影响的区域主要在华东、华北、华中部分地区，其中浙江、江西、湖南、河北限电较多。预计5、6月限电范围会越来越广。

限电范围扩大，有利于减少行业供给，促进钢价上涨，带来行业性投资机会。受益相对更多，业绩改善程度最大的公司有：八一钢铁、三钢闽光和新钢股份。

Q：国际钢价的波动是否对国内钢价产生负面影响？

A：目前国际钢铁价格基本保持平稳。国际钢价对国内钢价整体影响不大，主要影响在出口方面，但国内钢材出口比重不高。

Q：限电是否会导致因为产量的原因使得钢企盈利下滑？

A：从历史情况看，存在限电导致行业盈利下滑的可能，去年四季度限电导致宁波钢铁的四座高炉停了一座。预计今年限电的负面影响不会太大。钢价利好面比利空面更好一点，行业改善主要来自需求端，如保障性住房需求等。

化工（王剑雨）：具备煤炭资源的氯碱龙头直接受益

上周原油价格暴跌，原因包括：第一，美元走强；第二，美国QE2如期结束，导致近期由于流动性增加、美元走弱从而推高油价的因素行将消失；第三，QE2结束后，美国流动性相对收紧，导致利率上升，从而抑制需求回升；第四，上周美国需求数据均低于市场预期，对原油的关注焦点正从供给端转向需求端，市场开始出现对原油需求的担忧。

事件方面，市场对本·拉登被击毙存在两种截然不同的看法：一种观点认为，恐怖组织将展开报复行动，从而影响中东及其他地区的是有供给；另一种观点认为，本·拉登被击毙是美国反恐战争的重要转折点，中东局势将趋于稳定。

我们认为，决定油价走势的主要因素，从此前的供给，变化为供给、需求、流动性等多重因素，形式更为复杂。整体看，二季度原油价格将呈现更为剧烈的高位震荡格局。

原油价格下跌和限电对化工行业而言是两个对冲因素：原油价格将拉低化工行业的整体成本，对化工品价格而言是向下的作用；限电将对部分化工产能产生影响，对化工品价格而言是向上的作用。

我们认为未来原油价格在相对高位更为剧烈的波动：一方面将加剧下游化工品的价格波动，另一方面将从企业微观层面加剧存货或产成品减值导致的业绩波动；

限电最直接的受益品种是具备煤炭资源的氯碱龙头，标的包括天原集团、英力特、内蒙君正、中泰化学、新疆天业。

有色行业（肖征）：行业看淡，关注铜资源股的抄底机会

行业观点

美元反弹，金属价格承压，而且行业估值并不具备吸引力，二季度看淡。

一季度，上海金属价格滞涨国际金属价格，国内大幅下跌的可能性不大。下游企业在国际金属价格大幅上涨时期降低库存，减少购买；在价格下跌时期有补库存需求。关注价格下跌以后中国下游企业的补库情况，以及估值重心下移以后基本面较好的铜资源

股的“抄底”机会。

电荒对行业影响

50%的铜铝加工企业分布在江浙，缺电影响下游加工行业开工率，行业偏空。分品种来看，铝近期下跌的最少，因为电解铝是耗能大户，限电停掉了一部分产能，加上九部委拟停建700万吨产能。未来电解铝产业由河南、山东逐步向西南、西北转移，西南地区水电资源丰富，中部地区电解铝面临压力，对西南云铝股份有利。

建筑材料（程振江）：限电利好，但股价仍以调整为主

市场观点

目前市场对水泥行业全年的盈利还是比较认同，普遍认为今年盈利高增长可以延续。但也存在一定的分歧，主要体现在对水泥需求状况有分歧。当前经济增速下滑，下游行业中地产固定资产投资和需求都有一定的压力，因此对水泥的需求端存在一定的异议。

我们的观点是，当前华东、华北、西北等重点地区的需求仍然比较乐观，但保障房、水利的需求仍要等到第三季度之后才能体现，所以需求端是逐步好转的状况。

因此，当前水泥股仍以调整为主，主要是前期获利性资金外逃。

限电影响

总体来讲，限电影响是利好。水泥价格还会继续上涨。全年的平均价格还会继续上涨。主要利好标的是华东和华北地区水泥，结合当前估值来看，我们推荐华东海螺水泥、华北冀东和金隅股份；西北的天山股份和青松建化，东北的亚泰集团。

电力设备（王昊）：原材料价格对输配电一次高压设备影响最大

原材料的价格对行业影响更为密切

在细分子行业中，原材料价格对输配电一次高压设备的影响最大。首先是由于铜、铝、钢铁板材、取向硅钢等占成本比重大，工业控制、二次设备等子行业占比相对较小。其次，一次高压设备由国网进行统一招标，去年采取低价中标的政策，因此竞争激烈企业成本转嫁能力很弱。今年1~4月铜、铝和钢铁板材小幅波动，涨幅在1%~3%之间，基本平稳，铜价在上周出现回落。在今年招标价格有所回升的情况下（第一批集中招标价格回升6%~7%），若原材料价格能保持稳定甚至出现回落将使一次设备企业盈利能力迎来拐点。我们判断，由于一次设备的生产周期和结款期，业绩拐点最快将在今年下半年出现。

缺电对行业影响不大

我们考察了发电利用小时数，并没有出现显著增长，说明对整体的装机容量扩充需求并不迫切，缺电更多是区域性的。由于枯水因素导致水电发电量不足，而火电由于煤价原因，发电意愿也不强烈。

煤炭（李音临）：价格稳定但销量会下滑，行业机会不大

电力企业不愿购买煤，发电意愿低。电荒如何影响煤炭的量和价？由于电力企业采购不力，煤炭销量将下滑，但由于煤炭的资源属性和采煤成本，煤炭价格很难下跌，同时煤价的下跌也不利于发电企业要求电力提价的诉求。加上煤炭运输渠道不通畅，煤炭企业二季度的真实业绩将受到负面影响，目前没有投资机会。

煤炭运输瓶颈：按往年惯例，4月份是煤炭需求的传统淡季，因此大秦铁路安排在4月检修。但是今年不同于以往，该时期电力需求快速上升，秦皇岛煤炭库存急速下降。秦皇岛港口待锚船从120多艘累积到300多艘。

可以说，目前煤炭、火电企业、电网三方的利益分配不均是导致电力企业没有动力的根本原因：产业链最大的利益在电网，煤炭有少部分利益，发电企业亏损。对于电力企业而言，与煤炭企业联动以应对强势电网是合乎逻辑的选择，从电网分利润才能弥补发电企业的亏损。

煤炭是一种资源型产品，各个地方政府不会贱卖煤炭。目前贵州省、河南省都限制煤炭出省，鄂尔多斯甚至对煤炭出市也有严格的限制，实行煤票制度。

总而言之，我们认为，电荒并不反映下游用电需求的实际增加，只反映了电力产业链的博弈，以及中国煤炭运输仓储体系的不完善。在电荒持续期间，煤炭将保持价格稳定但销量下滑，没有投资机会。我们预计电荒将以电网的妥协，或发电企业的妥协而告终，到那时，煤炭将保持价格稳定但销量迅速上升，投资机会来临。

农业（李冰）：农产品期货价格下跌空间有限

二季度，受宏观环境压制，市场担心国际与中国紧缩，农产品期货价格出现回调。目前来看期货商品价格大幅下跌空间已经较为有限，多品种多呈向下寻找支撑的走势。分品种来看：

蔬菜价格近期是由于集中供给造成的季节价格下跌；白糖和大豆的价格在向下寻找底部支撑，5月中下旬可能是白糖、油脂的布局机会；海产品受日本核泄漏事故的负面影响，担忧情绪使短期调整压力较大，但是从中长期看，消费升级依然支撑海产品价格长期趋涨，目前对应股票价格调整比较充分，或有交易性机会。

棉花现货交投非常不活跃。从棉花涉及的产业链看，明显具有“上游涨、中游停、下游弱”的特点。目前棉花已经由农民转移到中间贸易商手中，而贸易商不属于国家政策倾斜保护的對象，因此在高棉价压力下，需求明显受到抑制。而去年的高棉价也使农民种植意愿较强，增产预期加上价格传导不畅，棉价压力很大。从棉花的种植来看，美国棉花种植面积没有大幅变化，中国种植尚未结束，部分地区政策支持，如山东的棉花种植有补贴，棉花种植面积或有10%左右增长，但是天气将会给棉价带来不确定性因素。

猪肉价格由于去年末今年初的西南疫情出现反季节上涨，且从生猪存栏量来看，短期没有生猪供应增加压力，2季度猪肉价格或有小幅回落，但空间将十分有限，2季度中后期随着消费旺季到来猪肉价格或将重拾涨势。

根据我们以上判断，我们短期推荐调整比较充分的水产养殖中的东方海洋、好当家和獐子岛；长期仍旧坚定看好雏鹰农牧及星河生物；最后受益养殖旺季到来提振，海大集团和通威股份也将步入年内业绩增长期，建议逢低“买入”

广发投资策略研究小组

张海波，分析师，厦门大学金融工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

林鲁东，研究助理，中山大学岭南学院金融学博士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lld2@gf.com.cn，020-87555888-696。

相关研究报告

广发证券——公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券——行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。