

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION
IMPACT
PLAN

2024 年电力、电气设备制造行业回顾与 2025 年度信用风险展望

联合资信 工商评级一部 崔濛骁 | 工商评级二部 刘柏源

2024 年以来全社会用电量同比增长，电源、电网持续保持较大的投资规模，随着电力行业加快新型能源体系和新型电力系统构建，新能源新增装机成为新增装机绝对主体，重点输电通道建设稳步推进，产业链带动效果显著。特高压建设第三轮周期开启，清洁能源大基地建设以及省间互联通道开展规划和建设需求或将持续，智能变配电将迎来新机遇。2025 年电力、电气设备制造行业景气度或将持续，板块向上动能增加。



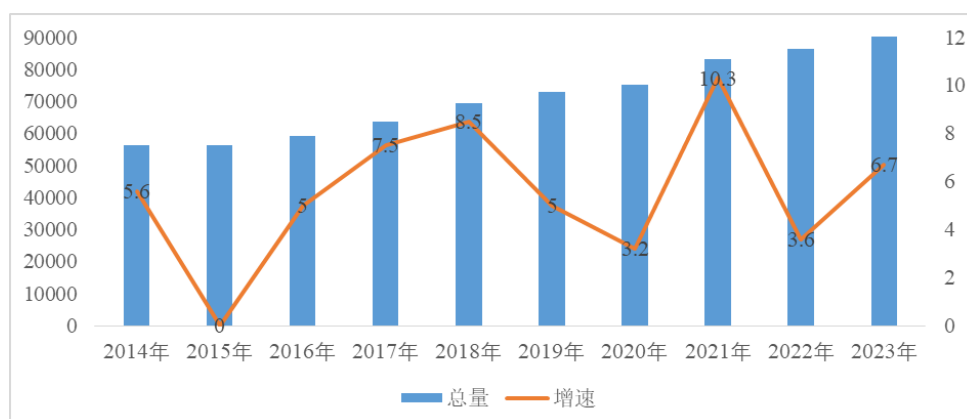
联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、行业运行情况回顾

电力、电气设备制造行业作为国民经济发展中重要的装备工业之一，受国民经济及电力投资需求影响大。2023 年以来，全社会用电量稳步回升，电力行业加快新型能源体系和新型电力系统构建；电源、电网持续保持较大的投资规模，2023 年电源投资增速创新高，新能源新增装机成为新增装机绝对主体，重点输电通道建设稳步推进，电力设备制造行业外部发展环境良好。

电力、电气设备制造行业作为国民经济发展中重要的装备工业之一，行业景气度与电力工业的发展密切相关，受国民经济及电力投资需求影响大。2023 年，全国全社会用电量 9.22 万亿千瓦时，同比增长 6.7%，用电量保持平稳增长，一、二、三、四季度，全社会用电量同比分别增长 3.6%、6.4%、6.6%和 10.0%，同比增速逐季提升。2024 年 10 月，经国家统计局初步核算，2024 年前三季度中国国内生产总值为 949746 亿元，同比增长 4.8%，国民经济持续稳定恢复；据中国电力企业联合会发布的《2024 年三季度全国电力供需形势分析预测报告》显示，2024 年前三季度全国全社会用电量 7.41 万亿千瓦时，同比增长 7.9%，全社会用电量持续增长。根据国家能源局数据统计，2024 年 1—9 月，全国主要发电企业电源工程完成投资 5959 亿元，同比增长 7.2%；电网工程完成投资 3982 亿元，同比增长 21.1%。受益于宏观经济持续稳定恢复、制造业转型升级以及电源、电网持续保持较大的投资规模，电力、电气设备制造行业外部发展环境良好。

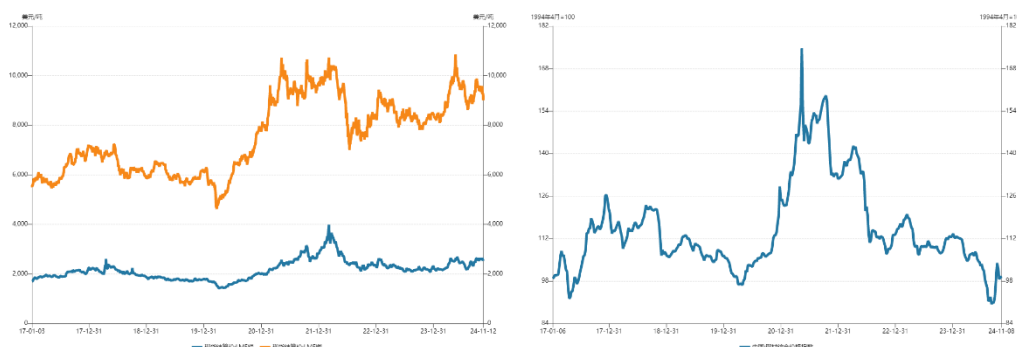


资料来源：中电联，联合资信整理

图 1.1 2014 年以来中国全社会用电量及同比增速情况（单位：亿千瓦时、%）

电力、电气设备制造行业上游主要为有色金属加工及机械加工行业、仪器仪表行业、电子元器件、绝缘制品行业等，原材料包括铜材、钢材、铝和绝缘制品等。上游

行业产品的生产及供应均已实现市场化且供应充分，但铜材、钢材、铝等金属价格易受国际大宗商品市场行情影响。2017 年至 2020 年初，主要原材料铜、铝和钢材价格相对稳定，但 2020 年 4 月以来 LME 铜价、LME 铝价和钢材价格均快速上涨，其中 LME 铜价和 LME 铝价于 2022 年 3 月达到高位后回落，2022 年 7 月 LME 铜价开始触底反弹，2024 年 5 月 LME 铜价再次回到高位，后期稍有回落但依然保持高位；2024 年 11 月 12 日，LME 铜价为 9005.00 美元/吨；LME 铝价自 2022 年 3 月后波动下行，2024 年 2 月 LME 铝价开始小幅回升；2024 年 11 月 12 日，LME 铝价为 2530.00 美元/吨。钢材价格 2021 年 5 月达到历史高位后开始回落后震荡下行，2024 年 9 月开始小幅回升，2024 年 11 月 08 日钢材综合价格指数达到 98.89。原材料价格的大幅波动增加了电力、电气设备制造企业的短期资金压力和成本控制压力。

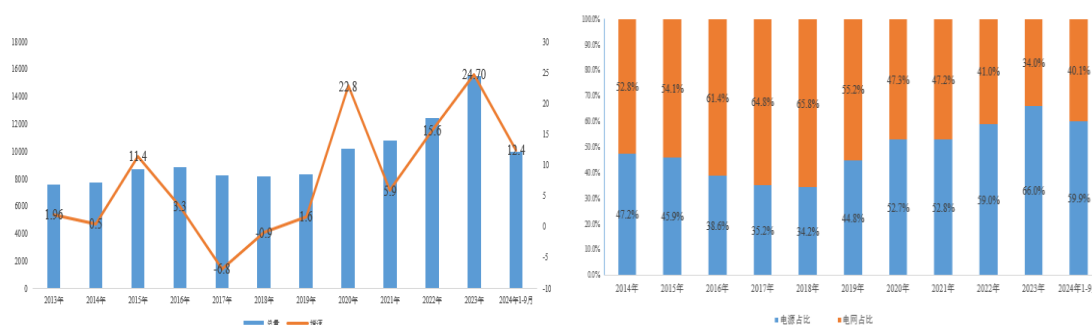


资料来源：Wind

图 1.2 2017 年以来铜、铝价格和钢材综合价格指数走势图（单位：美元/吨）

电力、电气设备制造行业下游主要是电力电网行业和工业领域，需求主要来自电源及输变电网络的新建、维护及企业电力系统投入。从电力投资建设来看，根据中国电力企业联合会数据统计，2023 年，全国主要电力企业完成投资 15502 亿元，同比增长 24.7%；全国电源工程建设完成投资 10225 亿元，同比增长 37.7%；全国电网工程建设完成投资 5277 亿元，同比增长 5.4%，其中直流工程 145 亿元，同比下降 53.9%；交流工程 4987 亿元，同比增长 10.7%，占电网总投资的 94.5%。2023 年，全国新增发电装机容量 37067 万千瓦，同比增长 86.7%，增速较上年提升 75.5 个百分点。2023 年全国新增并网太阳能装机突破 2 亿千瓦，风电、光伏发电的新增装机占新增装机总容量的比重达到 79.2%，成为新增装机的绝对主体，电源建设重心继续向新能源和调节型电源转移；2023 年，全年新增交流 220 千伏及以上输电线路长度 3.81 万千米，同比少投产 557 千米；新增 220 千伏及以上变电设备容量 2.57 亿千伏安，同比少投产 354 万千伏安。2023 年全年新投产直流换流容量 1600 万千瓦。截至 2023 年底，中国共成功投运“19 交 20 直”39 条特高压线路，全国跨区输电能力达到 18815 万千

瓦，同比持平，全国跨区送电量完成 8497 亿千瓦时，比上年增长 9.7%，电网更大范围内优化配置资源能力显著增强。



资料来源：国家能源局和中电联，联合资信整理

图 1.3 2014 年以来中国电力投资总量、增速及占比情况 (单位: 亿元、%)

表 1.1 中国 39 项特高压输电工程名单

类型	特高压输电工程名称
直流特高压	±800 千伏向家坝-上海特高压直流输电工程
	±800 千伏锦屏-苏南特高压直流输电工程
	±800 千伏哈密南-郑州特高压直流输电工程
	±800 千伏溪洛渡左岸-浙江金华特高压直流输电工程
	±800 千伏宁东-浙江特高压直流输电工程
	±800 千伏酒泉-湖南特高压直流输电工程
	±800 千伏晋北-江苏特高压直流输电工程
	±800 千伏锡盟-泰州特高压直流输电工程
	±800 千伏上海庙-山东特高压直流输电工程
	±800 千伏扎鲁特-青州特高压直流输电工程
	±1100 千伏准东-皖南特高压直流输电工程
	±800 千伏青海-河南特高压直流输电工程
	±800 千伏雅中-江西特高压直流输电工程
	±800 千伏陕北-湖北特高压直流输电工程
	±800 千伏白鹤滩-江苏特高压直流输电工程
	±800 千伏白鹤滩-浙江特高压直流输电工程
	±800 千伏云南-广东特高压直流输电工程
	±800 千伏糯扎渡电站-广东直流输电工程
	±800 千伏滇西北-广东特高压直流输电工程
	±800 千伏乌东德电站-广东广西特高压直流输电工程
交流特高压	1000 千伏晋东南-南阳-荆门特高压交流输电工程
	1000 千伏淮南-浙北-上海特高压交流输电工程
	1000 千伏浙北-福州特高压交流输电工程
	1000 千伏锡盟-山东特高压交流输电工程
	1000 千伏蒙西-天津南特高压交流输电工程
	1000 千伏淮南-南京-上海特高压交流输电工程
	1000 千伏锡盟-胜利特高压交流输电工程

	1000 千伏榆横-潍坊特高压交流输电工程
	1000 千伏雄安-石家庄特高压交流输电工程
	1000 千伏苏通 GIL 综合管廊工程
	1000 千伏潍坊-临沂-枣庄-菏泽-石家庄特高压交流输电工程
	1000 千伏张北-雄安特高压交流输电工程
	1000 千伏蒙西-晋中特高压交流输电工程
	1000 千伏驻马店-南阳特高压交流输电工程
	1000 千伏南昌-长沙特高压交流输电工程
	1000 千伏荆门-武汉特高压交流输电工程
	1000 千伏南阳-荆门-长沙特高压交流输电工程
	1000 千伏福州-厦门特高压交流输电工程
	1000 千伏驻马店-武汉特高压交流输电工程

资料来源：国家能源局和中电联，联合资信整理

二、行业内企业特征

电力、电气设备制造行业位于产业链中游，中小企业数量众多，竞争激烈。随电压等级的提升，行业竞争格局呈金字塔型分布，即电压等级越高，技术壁垒越强，头部企业竞争优势越明显。行业企业对上下游议价能力较弱，成本转嫁能力有限，应收账款及存货对企业资金占用明显；多元化的产品和服务有助于平抑企业的盈利波动性。

电力、电气设备制造行业的中小企业数量众多，规模小，生产效率低，中低端技术装备行业集中度较低，整体竞争力较弱，行业竞争激烈。近年来，随着国家电网有限公司（以下简称“国家电网”）和中国南方电网有限责任公司（以下简称“南方电网”）普遍采用集中招标方式，加剧了市场竞争程度。高端技术装备企业整体处于领先地位，国产化中高端装备、二次设备及成套设备等技术壁垒较高的领域，市场集中度较高。整体来看，中国电力电气设备制造行业竞争激烈，呈现金字塔型结构，随着电压等级的提升，技术壁垒越强，头部企业竞争优势越明显，行业集中程度越高。

（一）行业内企业对上下游议价能力偏弱，营运资金沉淀规模较大

电力、电气设备制造行业处于产业链中端，对上下游议价能力偏弱，成本转嫁能力有限，营运资金沉淀规模较大。电力、电气设备产品材料成本占比高，上游主要原材料为大宗商品，商业信用空间有限，当主要原材料价格短期大幅上涨，在一定程度上加大企业的成本控制难度及企业的短期资金压力，反之，企业存在较大的存货跌价风险。行业下游客户主要为大型电力集团、两大电网及下属公司等，客户信誉良好但议价能力强，容易形成大额的应收账款且账龄偏长；此外，受季节性现金流波动、采购招标进度、垫资等因素影响，电力、电气设备企业存货对营运资金有一定的占用。

以 6 家主要电力、电气设备制造上市公司为例¹，截至 2023 年底，6 家上市企业的应收账款占总资产的比重在 22.00~33.00%，对营运资金占用较明显，下游议价能力整体偏弱。

表 2.1 2019 年以来电力、电气设备制造行业代表企业应收账款资产占比情况

年份	许继电气股份有限公司	国电南瑞科技股份有限公司	中国西电电气股份有限公司	浙江万马股份有限公司	铜陵精达特种电磁线股份有限公司	保定天威保变电气股份有限公司
2019 年	53.61%	33.34%	28.45%	36.94%	31.11%	27.95%
2020 年	47.30%	28.82%	21.07%	32.21%	26.51%	18.03%
2021 年	34.48%	27.63%	20.28%	30.24%	29.52%	24.33%
2022 年	33.97%	29.66%	23.18%	29.96%	25.10%	32.69%
2023 年	32.99%	30.67%	22.55%	29.33%	27.50%	28.08%

资料来源：Wind，联合资信整理

（二）企业业务结构呈多元化；具备较强技术实力且较早实现多元化经营布局的企业盈利稳定性更强

电力、电气设备制造行业为资本和技术高度密集型行业，且细分行业较多，企业业务结构呈现多元化，产品丰富多样。但由于企业资金和技术壁垒差异，产品差异性显著。一般通用电力设备产品由于技术和生产工艺壁垒不高，产品同质性强，差异小；特殊电力设备企业大量的研发投入、产品升级及新产品推出，技术优势显著，产品主要集中于特高压、超高压领域。例如许继电气股份有限公司业务横跨一二次、交直流领域，涉及直流输电及电力电子、智能变配电业务、智能轨道交通及工业智能化业务、智能用电业务、电动汽车充换电及驱动控制业务、新能源业务等。国电南瑞科技股份有限公司产品线涵盖发、输、变、配、用、调度、信息通信等各领域，从电力生产、传输到分配全过程，业务涉及电网自动化及工业控制、继电保护及柔性输电、电力自动化信息通信和发电及水利环保等领域，具备丰富的产品线并呈现多元化的业务结构。由于电力设备制造行业技术相对成熟，企业竞争力主要集中于稳定的长期业务合作关系及较强的成本控制能力。业务结构的多元化和较强的技术实力有助于提升企业抗风险能力，增强业务稳定性。

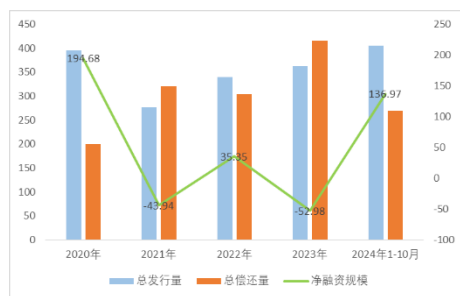
三、发债企业信用梳理

2023 年，行业债券发行规模有所增长，到期偿付规模大幅增长，净融资规模呈

¹ 其中 3 家为央企 3 家为民营企业。

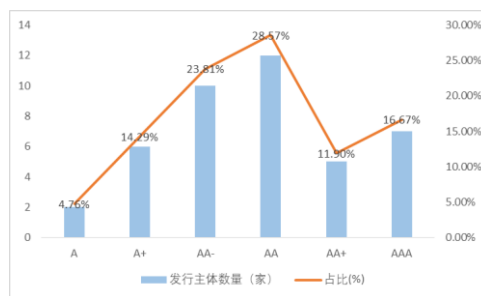
净流出状态；2024 年以来，行业债券发行规模有所增长，到期偿付规模有所下降，净融资规模转为净流入状态。行业内发债企业主要集中于 AA 级别民营企业，目前存续债规模较大的企业集中于 AA 和 AAA 级别。

2020 年受公共卫生事件影响，电力设备制造行业整体融资需求大幅增加，电力设备制造企业在债券市场的净融资规模增长至 194.68 亿元；2021 年电力设备制造企业债券到期规模较大，整体净融资规模大幅下降至-43.94 亿元；2022 年电力设备制造企业债券到期规模有所下降，整体净融资规模净流入 35.35 亿元。2023 年电力设备制造企业债券到期规模大幅增长，整体净融资规模净流出 52.98 亿元。其中，电力、电气设备制造企业²在银行间和交易所市场共发行债券 32 支，发行规模合计 362.25 亿元，同比增长 6.59%；偿还³债券 44 支，偿还规模合计 415.23 亿元，同比增长 36.37%。2024 年 1—10 月，电力设备制造企业在银行间和交易所市场共发行债券 39 支，发行规模合计 405.50 亿元；兑付债券 21 支，兑付规模合计 268.53 亿元；电力、电气设备制造企业发行规模、兑付规模均同比有所增长，净融资规模同比大幅增长。整体来看，自 2020 年以来，电力设备制造行业企业债券净融资规模波动较大，2020 年和 2022 年，电力设备制造行业净融资规模有所上升，呈净流入状态；2021 年和 2023 年，净融资规模有所下降，均为净流出。2024 年 1—10 月，债券发行规模有所增长，到期偿付规模有所下降，净融资规模为 136.97 亿元，转为净流入状态。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 3.1 2020—2023 年及 2024 年 1—10 月电力、电气设备制造行业净融资规模情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

图 3.2 截至 2024 年 11 月 15 日电力、电气设备制造发债主体级别分布情况（单位：家、%）

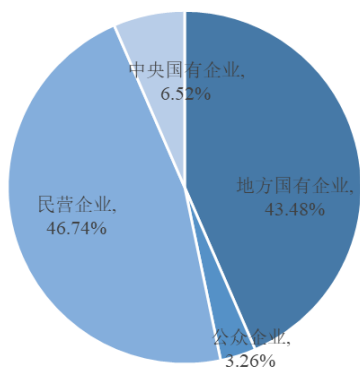
截至 2024 年 11 月 15 日，电力设备制造企业存续债券⁴合计 92 支，存续规模合计 814.83 亿元，共涉及发行主体 42 家。从级别分布看，发债企业主体 AA 和 AA 级别的发债企业数量较多。从存续债规模看，存续债规模较大的主要集中于 AA 和 AAA 级别企业。其中，AAA 级别的企业存续债券规模合计 583.38 亿元，占存续债券总额

² 主要包括电气部件与设备和重型电气设备制造商。

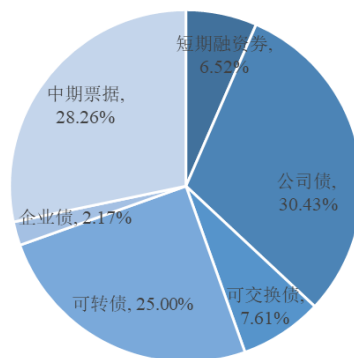
³ 包含到期还款、提前还款、赎回和回售的情况。

⁴ 剔除结构化融资工具、定向融资工具、境外债券等下同。

的 71.56%；AA 级别的企业存续债券合计 118.16 亿元，占存续债券总额的 14.50%；AA⁺级别的企业存续债券合计 34.37 亿元；AA⁻级别的企业存续债券合计 55.24 亿元；A⁺及以下级别的企业存续债券合计 23.68 亿元。从企业性质看，电力设备制造行业发债企业以民营企业为主，中央国有企业及地方国有企业主要集中在大型综合设备以及输配电高压、特高压等领域。从债券品种看，电力设备制造企业发债主要以公司债、可转换公司债和中期票据为主。



资料来源：Wind，联合资信整理

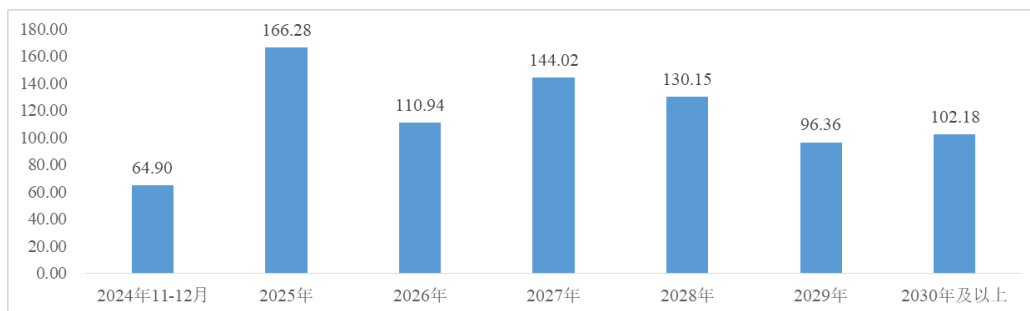


资料来源：Wind，联合资信整理

图 3.3 截至 2024 年 11 月 15 日电力、电气设备制造发债企业性质情况

图 3.4 截至 2024 年 11 月 15 日电力、电气设备制造企业存续债券品种情况

从存续债券到期分布看，2025—2028 年行业存续债券到期规模均较大。具体到企业而言，截至 2024 年 11 月 15 日，存续债券规模较大企业分别为上海电气控股集团有限公司、中国东方电气集团有限公司、中国电气装备集团有限公司和特变电工股份有限公司，其债券存续规模合计占电力设备制造行业债券总存续规模的 20.76%。上述企业的信用等级均为 AAA，且目前经营和财务状况良好。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 3.5 截至 2024 年 11 月 15 日电力、电气设备制造企业存续债券到期分布情况（单位：亿元）

四、行业展望

“双碳”战略实施叠加“稳增长扩内需”预期以及新型电力系统构建进入全面启动和加速推进的重要阶段，随着能源需求持续增加和能源结构转型升级，均将对电力设备制造行业发展起到支撑作用。特高压建设第三轮周期开启，清洁能源大基地建设以及省间互联通道开展规划和建设需求或将持续，智能变配电将迎来新机遇。

政策支持方面，2021年3月15日，中央财经委员会第九次会议提出要“实施可再生能源替代行动，深化电力体制改革，构建以新能源为主体的新型电力系统”，协助提升电力系统的调节能力，适应能源变革需求。2022年12月14日，中共中央、国务院发布的《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》提出，加强能源基础设施建设，提升电网安全和智能化水平，优化电力生产和输送通道布局，完善电网主网架布局 and 结构，有序建设跨省跨区输电通道重点工程，积极推进配电网改造和农村电网建设，提升向边远地区输配电能力。2023年6月2日，国家能源局发布的《新型电力系统发展蓝皮书》提出，以2030年、2045年、2060年为重要时间节点，制定新型电力系统“三步走”发展路径，即加速转型期（当前至2030年）、总体形成期（2030年至2045年）、巩固完善期（2045年至2060年）。2024年8月6日，国家发展改革委、国家能源局、国家数据局联合发布《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027年）》，提出开展9项专项行动，包括电力系统稳定保障行动、电力系统调节能力优化行动、大规模高比例新能源外送攻坚行动和智慧化调度体系建设行动等。

鉴于行业处在加速转型的重要时期，新型电力系统建设中“源”将从建设超级能源基地和加速发展分布式光伏、分散风电两方面布局，解决消纳问题并形成更高效、多元的终端能源体系。能源清洁化、终端电气化将是长时期的行业趋势。在国家强调“稳增长扩内需”的预期下，电力投资总量持续增长，产业链带动效果显著，具有逆周期调节作用。“十四五”期间，国家电网和南方电网的电网规划投资额预计分别约为3500亿美元和6700亿元人民币，外加部分地区电网公司，显著高于“十三五”期间全国电网总投资2.57万亿元。电网规划投资对电力、电气设备制造企业经营形成较强支撑。

需求方面，为了解决源荷地域分布不均、可再生能源消纳带来的输出功率不稳等问题，提高电网运行稳定性、可靠性，电网投资或将在以下两个方向发力：特高压和配网端智能化改造。

（一）特高压输变电线路作为建设新能源供给消纳体系的重要载体，风光大基地建设及省间互联通道开展规划和建设、欧美主电网改造提速，将带动特高压需求高增，有效拉动上下游产业链发展。

电源侧的新能源替代造成了电力系统电源与负荷时间、空间维度的一定程度错配，时间上供需不平衡主要由各类储能解决，空间分布上的调度，则需要依托大规模、远距离输电走廊来配合实现。根据国家能源局发布的关于 2023 年度全国可再生能源电力发展监测评价结果的通报，2023 年，中国 20 条直流特高压线路年输送电量 6248 亿千瓦时，其中可再生能源电量 3281 亿千瓦时，同比提高 3.6%，可再生能源电量占全部直流特高压线路总输送电量的 52.5%。国家电网运营的 16 条直流特高压线路总输送电量 5537 亿千瓦时，其中可再生能源电量 2672 亿千瓦时，占总输送电量的 48.3%；南方电网运营的 4 条直流特高压线路输送电量 711 亿千瓦时，其中可再生能源电量 610 亿千瓦时，占总输送电量的 85.8%。

据 GEIDCO 统计，“十四五”期间，国家电网规划建设特高压工程“24 交 14 直”，涉及线路 3 万余公里，变电换流容量 3.4 亿千伏安，总投资 3800 亿元。《“十四五”可再生能源发展规划》中提出加强送受端电网支撑，提升“三北”地区既有特高压输电通道新能源外送规模，持续提升存量特高压通道可再生能源电量输送比例。2024 年以来，中国加大力度推进多条特高压工程项目建设。2024 年 1—7 月，新核准的阿坝—成都东 1000kV 交流、陕北—安徽±800kV 直流和甘肃—浙江±800kV 直流分别已于 1 月 11 日、3 月 15 日和 7 月 29 日开工，总投资超过 700 亿元，充分发挥电网投资拉动作用。2023 年特高压第三轮周期开启，围绕着清洁能源大基地建设以及省间互联通道开展规划和建设。随着国家加大力度规划建设以大型风电光伏基地的特高压输变电线路为载体的新能源供给消纳体系，风光大基地的建设将带动十四五期间特高压项目需求高增。

此外，欧美主电网建设提速。其中，美国电网所面临的消纳、老化、以及缺电的风险，将驱动其主电网投资的提速。欧洲英国国家电网将对主网投资的进一步提速，以及欧洲输电系统运营联盟每年所披露的 10 年电网投资规划（TYNDP），总规划的输电项目数由 TYNDP-22 的 141 个增长至 TYNDP-24 的 176 个。预计 2025 年特高压行业建设需求持续，特高压周期性渐弱、成长性走强，将有效拉动上下游产业链发展。

（二）创新应用“云大物移智链边”等技术加快推进分布式智能电网建设及应用，提升承载高比例可再生能源外送消纳能力并推进电网智能化改造。

智能电网的特点主要有自愈性、可靠性、兼容性、高效性、交互性。相较于传统

电网，智能电网可以提供可靠、高效的电力保障，兼容各类设备的接入，动态优化电力资源配置，提高电网运行效率。

表 4.1 传统电网与智能电网特点对比

特点	传统电网	智能电网
自愈性	不能及时定位故障发生地点，供电恢复依赖于人工	对电网进行监控，降低故障发生几率；在故障发生后短时间内定位故障发生地点并自动隔离，避免大规模停电
可靠性	可靠性差，倾向于大面积停电	对电网运行状态的实时监控和评估，大大提高了电网抵御自然灾害和网络攻击的能力
兼容性	大规模集中发电，不能适应小型分布式电源的接入	兼容大量小型发电设备和储能设备的接入
高效性	电网运行效率受人工、制度等多方面因素的影响	利用数字信息技术，可以动态优化电力资源配置，提高电网运行效率
交互性	终端用户只是单一的消费者，用户与电力公司的信息互动很少	用户可以实时了解电价以及用电信息从而合理安排用电，并且从单一的消费者转变成电力交易的参与者

资料来源：《中国智能电网发展综述》，联合资信整理

清洁能源占比以及电气化率大幅提升等对电网的响应处理能力提出更高的要求，能源电力配置方式将由“部分感知、单向控制、计划为主”，转变为“高度感知、双向互动、智能高效”，但我国配电网目前在故障识别隔离、数据采集、自动化、智能化水平等方面仍存在较大提升空间。随着新能源、分布式电源、电动汽车、储能和微电网等业态快速发展，终端用电负荷也呈现增长快、变化大、多样化、复杂化的新趋势，增加了配电系统的复杂程度与管控难度。新能源随机性的影响显著，动态负荷波动的无序性特征明显，源荷具有更强的时空不确定性，给配电网安全可靠运行带来一定挑战。《新型电力系统发展蓝皮书》提出，创新应用“云大物移智链边”等数字技术，加快推进分布式智能电网由示范建设到广泛应用，促进分布式新能源并网消纳，实现源网荷储协调发展，推动各类能源互联互通、互济互动，支撑新能源发电、新型储能、多元化负荷大规模友好接入，有效提升电网智能化改造。以南方电网为例，其加快电网数字化转型，加强智能输电、配电、用电建设，推动建设多能互补的智慧能源建设，强化电网的数字化、智能化建设。电网智能化升级将对二次设备产生显著拉动作用，信息化硬件投资有望得到大幅提升。

综上，2025 年电力、电气设备制造行业景气度或将持续，板块向上动能增加，展望为稳定。

联系人

投资人服务 010-85679696-8728 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。