下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 09 月 07 日

红利系列专题

买入（首次评级）

行业专题研究报告

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

利与红利，红与红利

投资逻辑：

本篇报告是我们对红利资产研究的引言篇，我们试图从红利资产分类的大类角度和行情演绎的节奏，来评估红利资产的水位和未来方向。我们想以两类资产类型为核心讨论，一种是“利与红利”，即利润增长的的稳定型红利，通常伴随着牌照/现金流/重资产/产品壁垒等，如煤炭/水电/银行/交运等，今年已经取得了优异的涨幅；另一种是“红与红利”，即目前尚未被认可为稳定型资产、但是高股息或利润底部仍具备股息价值的品类，如火电/部分消费及地产/部分有色/部分金融类资产等等，我们期待这类资产成为新红利品种。

伴随着稳定型资产的持续上涨，我们难免会思考：(1)“利与红利”还能涨么？(2)“红与红利”可以涨么？(3)中美长端利率环境分化，港股红利能否成为共识的方向？

■ **“利与红利”的水位评估——以长江电力的股息率来度量**

我们引入创业板指作为评估指标，通过红利低波指数的复盘，发现二者具备对称性。并且由于长江电力的盈利波动性相对较小，我们也引入长江电力的股息率来作为红利资产水位的参考。无论是 2025-2026 的短期复盘，还是 2022-2024 的中期复盘，我们发现通常长江电力达到股息率上限的 4%时会驱动红利行情，实现股息率中枢 3.5%后红利行情会走弱，仅在 2024 年发生过股息率突破 3.0%的红利大行情。对红利低波指数的滚动对数趋势进行分析也可作出类似判断，Z±2.5 倍标准差都可称为红利的极值区，目前红利低波指数仍处于 Z 值附近，这也与市场当前对于部分红利资产涨幅较大的体感类似，展望来看，红利低波仍有向上机会一方面是对传统红利的估值增强——“利与红利”，但我们更建议评估的是向新型红利的扩散——“红与红利”。

■ **港股红利值得重视：国内外红利资产的息差评测、引入资金池成本概念**

当前长江电力股息率相较十年期国债收益率的息差约为 193bp，远超此前的 80-100bp 水平，伴随国内低利率环境维持，我们认为长江电力息差有下降空间，【重视“利与红利”的煤炭、水电、银行、交运等估值抬升】。与此同时，我们对美股红利公司南方电力进行评估（公司 DPS 每年提升约 3%），目前与十年期国债收益率的息差值从 2020 年的 250bp 下降至-160bp，若考虑美债发债结构加权后的资金池作为息差基准，近 2 年维持在 0bp 左右。展望未来，伴随资金池持续置换 2020 年的低成本资金，资金池的资金成本将会提升，我们认为海外的红利资产的息差要求势必提升。从资金选择角度来看，我们认为港股高股息红利具备价值，对于海外投资者而言满足了资金成本提升的高股息要求，对于国内而言也平抑了汇率波动的风险且具备更高的股息率，【看好港股红利投资机会】。

■ **“红与红利”的实现条件——以中国神华复盘、以火电板块展望**

在 2022-2024 年的红利行情中，长江电力的股息率并未出现过大变化，但煤炭、银行、交运、核电等新型红利涨幅可观。以中国神华复盘，2021 年股息率高达 15.5%，对应着周期股的股息率要求。但因其优秀的成本优势以及高比例外销长协煤的稳定性，尽管在 2022-2025 年利润有所下滑，但保持了分红金额的相对稳定，在 2025 年 6 月煤价找底的过程中再次确认股息率仍有 4.8%，形成了红与红利估值跃升。今年伴随煤价回升，也演绎了利与红利的行情。对于火电而言，今年在电价下跌、煤价上涨的情况下，凭借容量电价和电力供需改善，仍可实现底部利润对应板块性的 4%+的股息率，展望明年电价将会增长，带动业绩提升，还具备估值空间。【高度看好火电板块成为红与红利优势品种，关注部分食品饮料、保险、石化、房地产、电解铝、金融租赁等方向】。

风险提示：

经济和市场风格变化风险；行业关键变量恶化风险；分红低于预期风险。

内容目录

一、引言：从“利与红利”到“红与红利” 3
二、从利与红利的角度来看，当前行至何处？ 5
三、除了长电这类“利与红利”，红利的大机会在于“红与红利” 7
四、红利路径 1：长江电力的价值不仅是股息率，更多的是息差的下降 8
五、红利路径 2：从海外息差的视角看好港股红利机会 10
六、红利路径 3：寻找新的红与红利，以煤电为例 11
七、相关方向：利与红利，红与红利 13
八、风险提示 13

图表目录

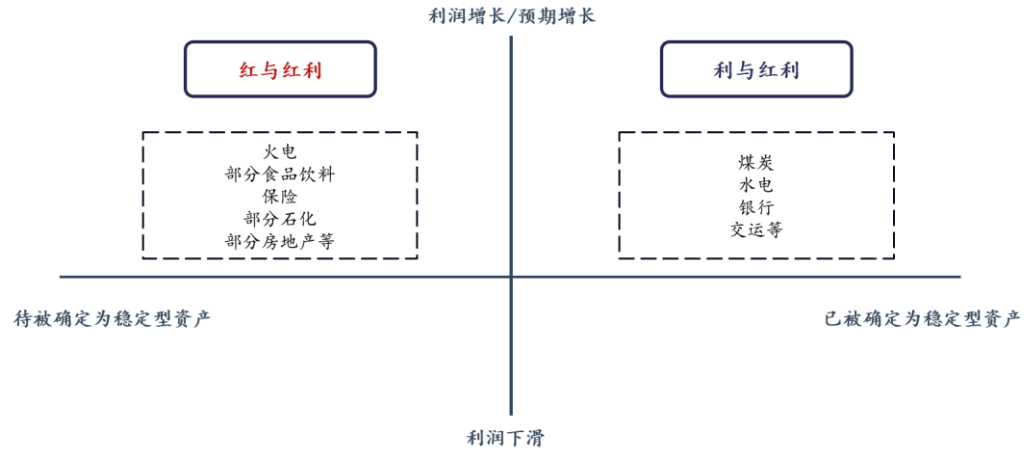
图表 1： 红利资产分类 3
图表 2： 2026 年以来申万行业红利板块中领涨切换，利与红利实现领涨 3
图表 3： 煤价年初至今持续抬升对应煤炭基本面 4
图表 4： 国内外煤价也在今年呈现同步上涨 4
图表 5： 溪洛渡 7-8 月入库流量同比大增/立方米/秒 4
图表 6： 锦屏一级 7-8 月入库流量同比大增/立方米/秒 4
图表 7： 2025 年 9 月至今创业板与红利低波的阶段涨跌幅 5
图表 8： 2021-2024 年创业板与红利低波的阶段涨跌幅 6
图表 9： 红利低波指数的趋势通道 7
图表 10： 中国神华股息率、股价、分红比例及自由现金流情况 8
图表 11： 长江电力相对国债和债券资金池的息差处于较高水平 9
图表 12： 资金池息差收窄对应的长江电力股价敏感性测算 10
图表 13： 南方电力相对美国国债和资金池收益率的息差 10
图表 14： 南方电力每股股利稳健增长，这是优质的红利标杆 11
图表 15： 龙头火电度电利润下滑但预计已经触底(元/千瓦时) 11
图表 16： 容量电费有力抬升火电盈利基石 11
图表 17： 火电公司现金分红及股息率情况 12
图表 18： 广东 11-12 月月度电价与次年年度电价接近，目前月度长协价格已经大超年度长协 12
图表 19： 2026 年甘肃、吉林等地容量电价超额提升 13

一、引言：从“利与红利”到“红与红利”

本篇报告是我们对红利资产研究的引言篇，我们试图从红利资产分类的大类角度和行情演绎的节奏，来评估红利资产的水位和未来方向。

我们先将红利资产宽泛的分为两个角度，一是能否被定义为稳定型资产（通常伴随着牌照/现金流/重资产/产品壁垒等），二是利润能否增长或预期增长（在无法判断分红率提升的情况下，假设分红率维持稳定，利润增长与分红增长是匹配的）。

图表1：红利资产分类



来源：国金证券研究所

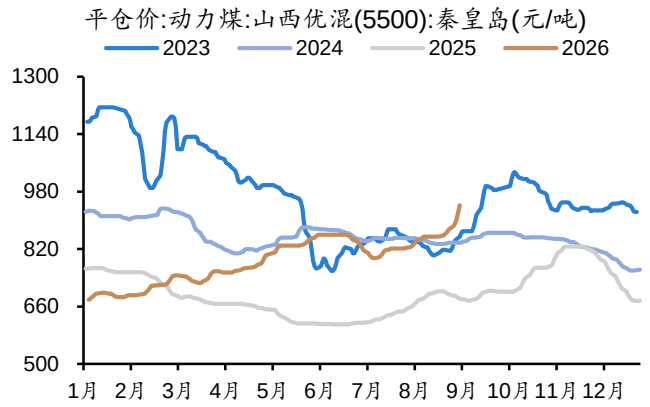
在红利风格演绎的不同阶段，不同象限资产的演绎节奏和强度均有不同。回顾今年，在科技板块占优的情况下，我们年初提出“利与红利”的推荐逻辑，即在红利整体偏弱的情况下，应该优先买入利润增长/预期增长的已经被认可的稳定型资产，其中：煤炭板块受需求提升/供给收缩的影响，实现了量利双升；水电板块汛期受益于水文数据的改善，板块也在6月26日左右实现了行情的相对超前演绎。随后，利与红利持续扩散，其它稳定型资产尽管业绩增速弱于煤炭和水电，但也呈现轮番上涨。目前红利行情在扩散，我们也在寻找新的红利方向，例如一些股息率较高/基本面触底向上的资产，我们称之为“红与红利”。

图表2：2026年以来申万行业红利板块中领涨切换，利与红利实现领涨



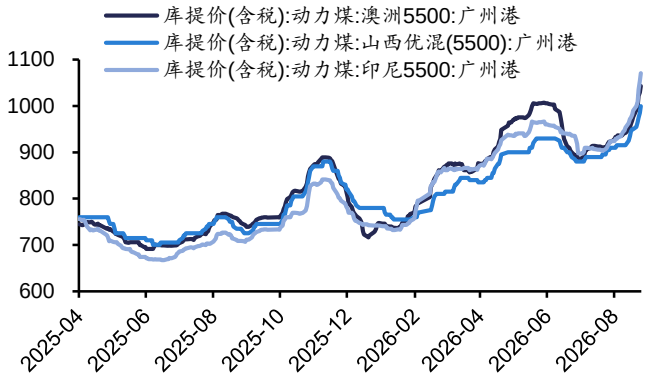
来源：iFinD，国金证券研究所

图表3：煤价年初至今持续抬升对应煤炭基本面



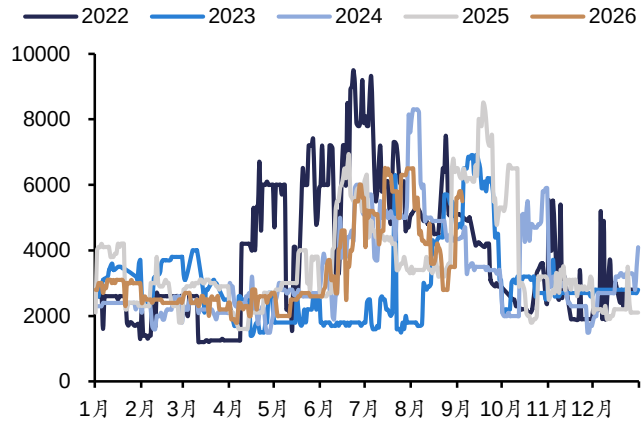
来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

图表4：国内外煤价也在今年呈现同步上涨



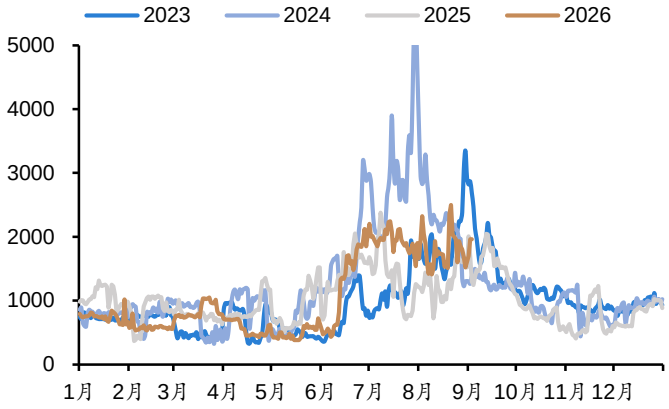
来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

图表5：溪洛渡 7-8 月入库流量同比大增/立方米/秒



来源：iFind，国金证券研究所

图表6：锦屏一级 7-8 月入库流量同比大增/立方米/秒



来源：四川省水文水资源勘测中心，国金证券研究所

伴随着稳定型资产的持续上涨，我们难免思考如下问题：

（1）利润增长的稳定型红利——利与红利，能否持续上涨？如何评估水位和展望空间？

（2）有一些当前未被认可的高股息但不稳定的资产——红与红利，能成为红利方向么？

（3）中国长端利率保持低位，美国长端利率保持高位，港股红利能否成为共识的流向？

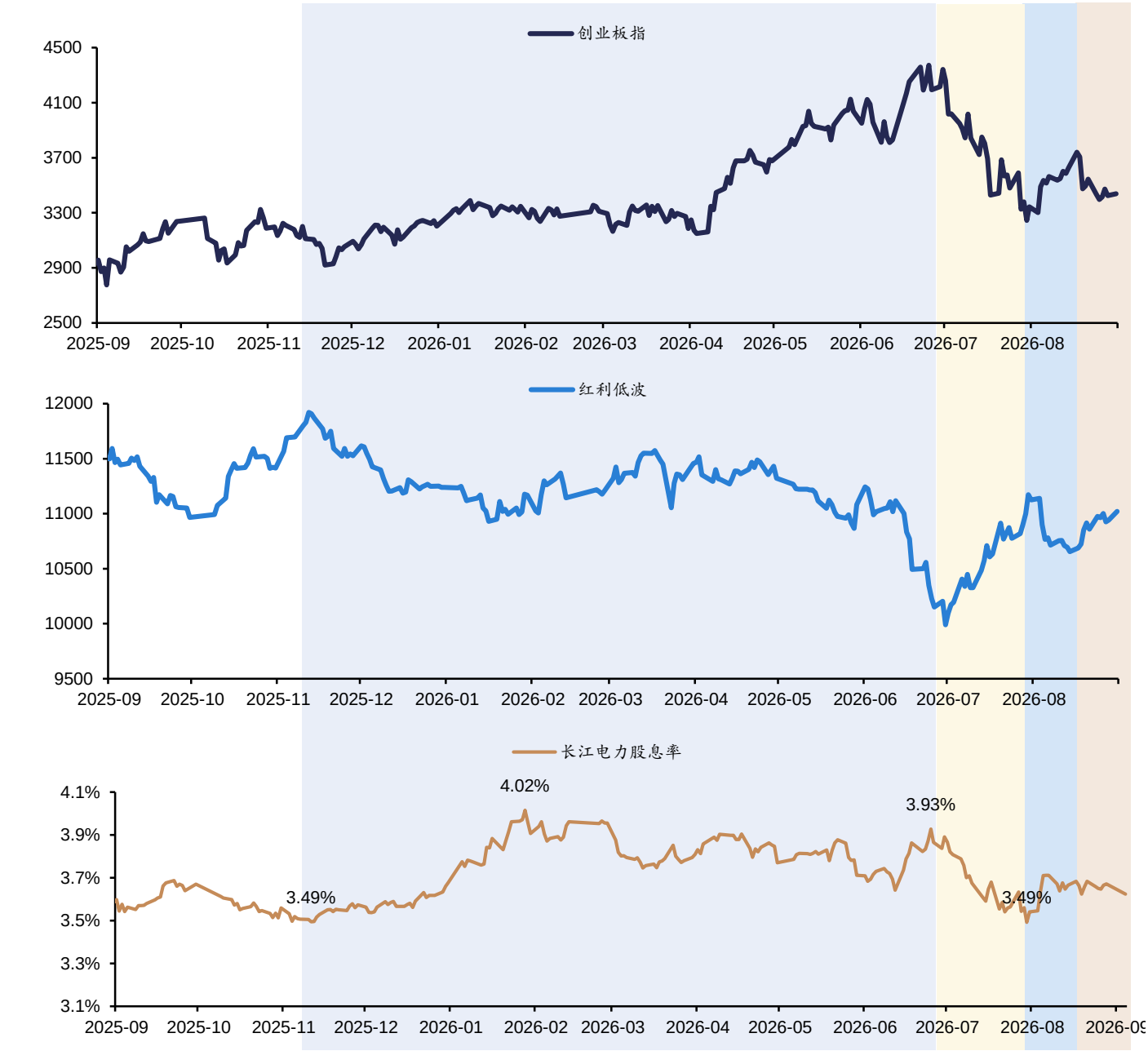
我们试图从一些角度来探讨上述问题。

二、从利与红利的角度来看，当前行至何处？

本节我们想讨论一下红利的水位，但是受市场风格变化的影响，我们引入创业板指作为评估指标，通过红利低波指数来做复盘，同时由于长江电力的盈利波动性相对较小，我们也引入长江电力的股息率来作为红利资产水位的参考。

首先我们做一个年度维度的复盘，从2025年的9月至今，我们可以看出红利低波指数与创业板指数的负相关关系。回顾长江电力的股息率数据，中枢为3.5%，此前的最大值约为4%，在2024年红利行情起点时达到过4.06%。在今年6月（考虑年报分红除权）与今年1月，长江电力两度达到近4%的股息率水平，分别对应着两轮红利低波指数的上涨。同时在25年11月和26年7月也分别对应股息率回归3.5%的中枢，也分别对应着两轮红利指数的调整。目前，长江电力的股息率水平为3.62%，这也对应着红利投资人对利与红利类型的红利资产的水位体感。

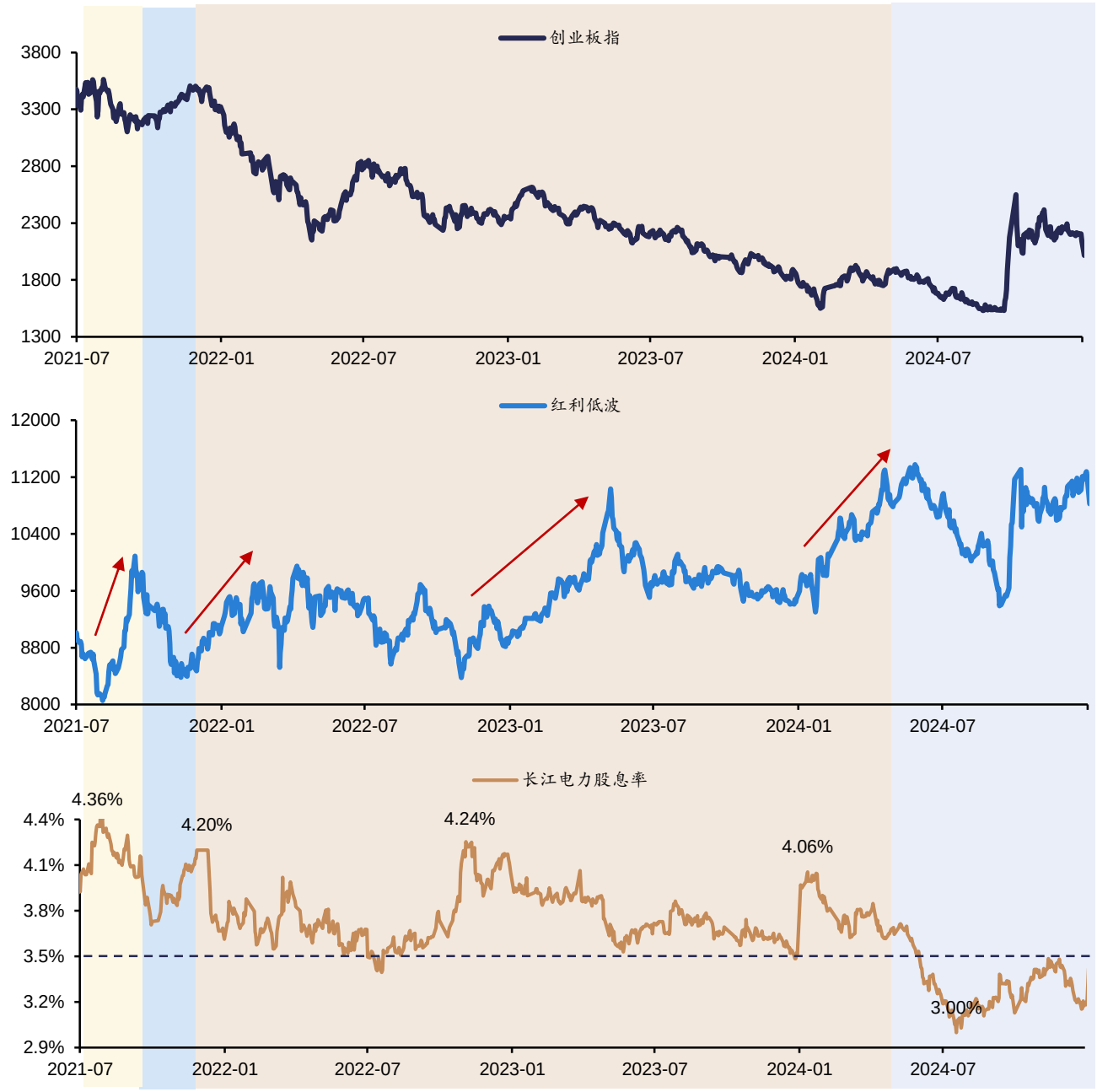
图表7：2025年9月至今创业板与红利低波的阶段涨跌幅



来源：iFinD，国金证券研究所

其次，我们再做一个三年维度的复盘，从2021年7月至2024年6月。红利低波指数与创业板指数也呈现一定程度的负向关系。我们依旧可以看到，2022年10月末，长江电力股息率达4.24%（使用的是2022年报的实际分红金额进行倒算，当时市场考虑公司来水偏弱预计保持分红下限70%对应股息率约4%，但公司实际分红比例为94%），红利低波指数开始上涨，2021年8月和2024年初的这轮亦然。2024年7月公司股息率为3%，达到多年最低水平，但红利低波在此之前就已开始调整。若我们以3.5%的股息率中枢作为长江电力和红利低波的中性位置，4%就是好的买入时机，也对应着本轮红利行情的演绎起点。长江电力股息率能否突破3.0%，我们认为这与风格相关，也与长端利率相关，下文会做更进一步的讨论。

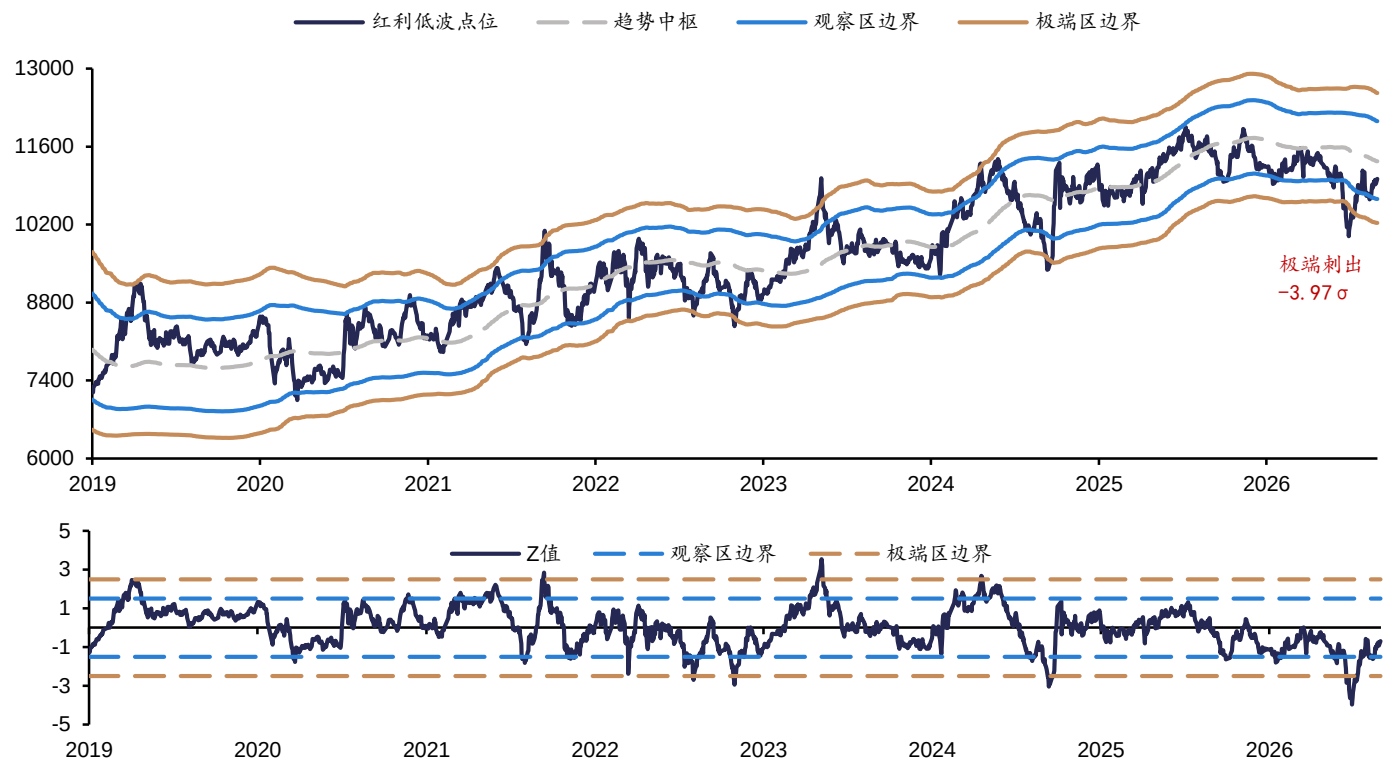
图表8：2021-2024年创业板与红利低波的阶段涨跌幅



来源：iFinD，国金证券研究所

为观察红利低波自身的位置水平，我们使用前500个交易日的滚动对数趋势进行分析。每个交易日只使用当时已经可获得的数据估计趋势中枢，再用回归残差标准差构建上下轨，±1.5倍标准差定义为观察区，±2.5倍定义为极端区。2026年6月16日至7月17日，红利低波指数连续23个交易日处于观察区下方，6月30日最低达到-3.97倍标准差，属于历史样本中的极端偏离，预计与市场风格极致带来的资金抽离有关，随后红利低波指数开始反弹。截至8月31日，指数已经脱离6月底低点，处于趋势通道中下部。回到当下，市场当前对于部分红利资产涨幅较大的体感也与红利低波的边界位置的感受类似，展望来看，红利低波仍有向上机会，可关注对传统红利的估值增强和对新型红利的扩散，当然若再度出现Z-2.5倍标准差的位置，则构成更有性价比的投资节点。

图表9：红利低波指数的趋势通道



来源：iFinD，国金证券研究所

三、除了长电这类“利与红利”，红利的大机会在于“红与红利”

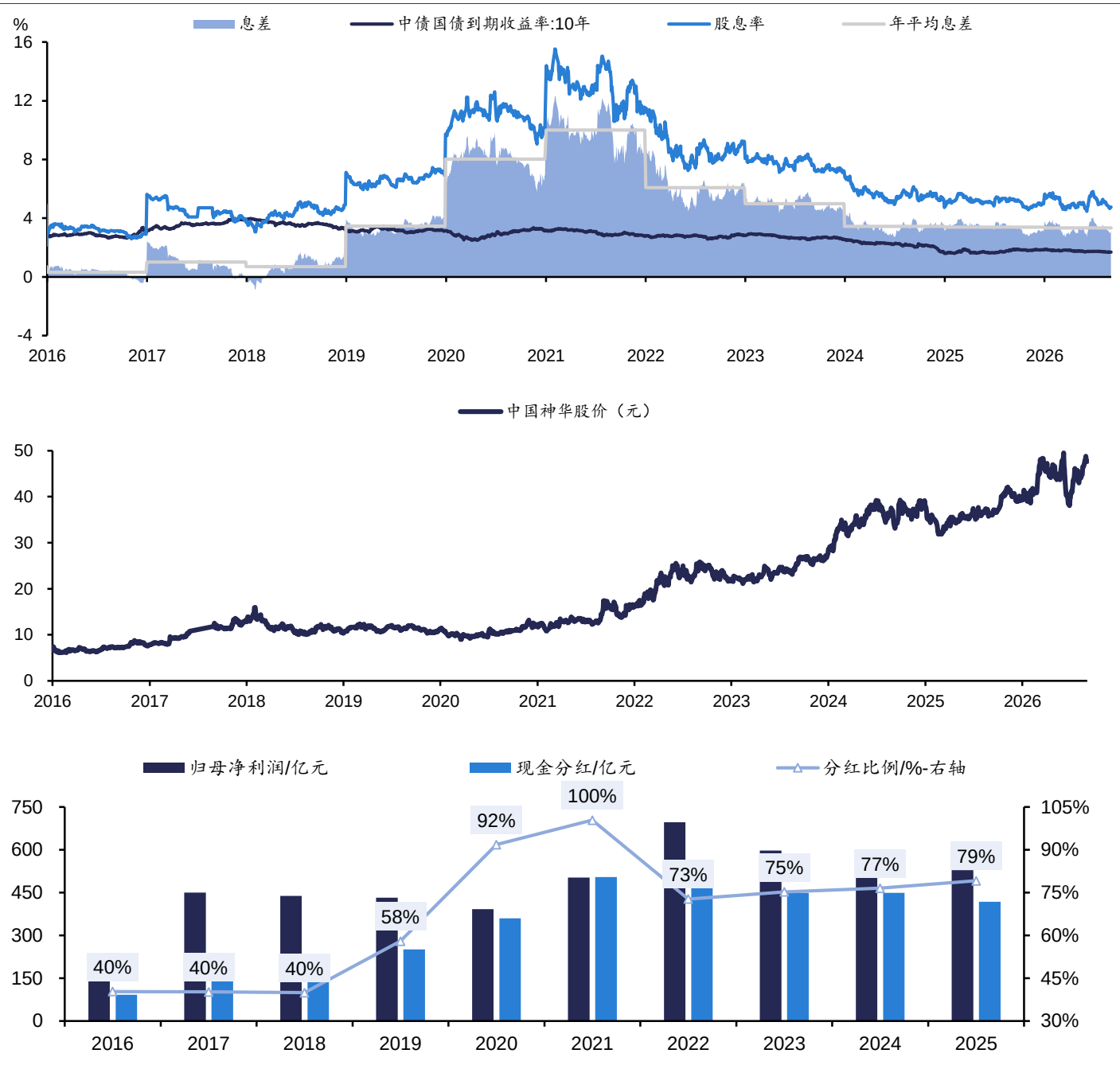
在上节的两个复盘中，我们也能够观察到，长江电力在2022-2024年的红利行情中表现相对平稳，但是上一轮令人印象深刻的红利行情其实有更多的资产类型脱颖而出，例如煤炭、银行、交运、核电等，他们的红利化我们认为对应着高股息、低估值、业绩增长等特征，最终实现的涨幅是非常突出的，我们认为这是红利资产研究者持续追求的超额方向。我们试图以煤炭行业进行分析：

煤炭此前作为深入人心的周期行业，在2021年受益于高煤价，本身就具备高股息，但要获得红利估值，本质上是评估利润下限对应的盈利和股息水平、盈利（煤价）的波动性、自由现金流的能力、分红比例的稳定性。

我们以中国神华为例，2021年股息率高达15.5%，对应着周期股的股息率要求。但因其突出的成本优势以及高比例长协煤的稳定性，尽管在2022-2025年利润有所下滑，但整体利润降幅可控、分红比例也从73%提升至79%，保持了分红金额的相对稳定。因此进入到了红

与红利的资产类型评估中，形成了第一轮次的估值跃升。在2025年6月，现货煤价下降至600元/吨后伴随行业自律等因素，市场逐步观测到了煤价底部。即确定了底部利润对应的股息率仍有4.8%，因此中国神华进行了更新一轮的红与红利的估值抬升之路，正式确认为稳定型红利，今年甚至演绎了利与红利的行情。我们认为，若未来煤价底部能够进一步抬升，公司的利润中枢、ROE、估值中枢均有抬升机会。

图表10：中国神华股息率、股价、分红比例及自由现金流情况



来源：iFinD，国金证券研究所

总的来看，上述确认了利润和分红均稳定的高股息资产类别，就是我们比较期待的红与红利，我们也将在后文的探讨和未来的研究中，持续寻找此类资产。

四、红利路径 1：长江电力的价值不仅是股息率，更多的是息差的下降

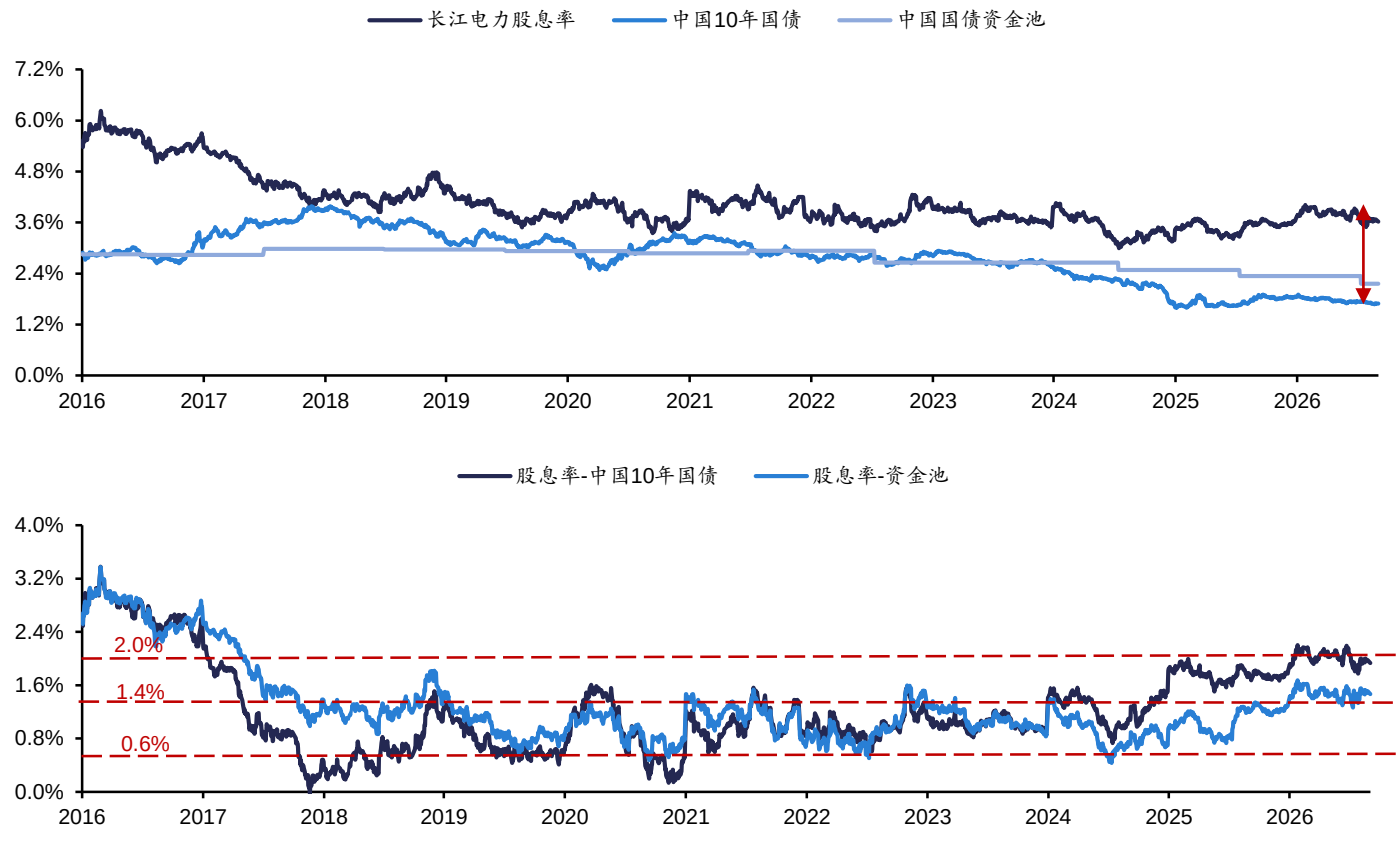
我们前文使用长江电力的股息率水平作为红利资产的衡量，我们认为这已经对长电的低风险和类债属性形成一定的体现。但是既然讨论到类债，那是否不应该仅讨论股息率，而是

更应该把视角放在息差上？

诚然，长江电力的息差水平应该反映了股票的风险以及市场的风险偏好。但是值得注意的是，长江电力当前的股息率水平约为3.62%，中国10年期国债收益率约为1.69%，即期息差约为1.93个百分点。从过往年份来看，长江电力的息差水平基本维持在60-140bp，但是在2024年8月后，长江电力的股息率水平不再跟随十年期国债收益率的向下而向下，整体息差持续扩大，形成了当前的近200bp的差值。

过往我们也试图对这种息差的差值进行解释，我们因此构建了考虑国债发行节奏和发行金额的权重资金池的概念，更接近保险、银行理财和养老金等存量固收资金的实际的资金成本。由于存量债券需要经过到期和再投资才能逐步切换到新利率，资金池收益率的变化通常慢于10年期国债收益率。从资金池的息差来看，当前长江电力的息差水平约为1.4%，资金池息差也处于2019年以来的较高分位。资金池息差在2022年之前与国债收益率息差保持一致，2024年才有所分化。从当期资金池息差的角度来看，我们仍可展望到50bp的股息率要求下降。更进一步的，伴随国内低利率环境维持和资金池的债券到期置换，资金池息差未来仍有更大空间。因此我们认为红利资产的股息率要求将持续下降。

图表11：长江电力相对国债和债券资金池的息差处于较高水平



来源：iFinD，国金证券研究所

若资金池收益率和DPS保持不变，资金池息差回到1.20至1.00个百分点，对应约6%至13%的价格空间；进一步压缩至0.75个百分点，对应约23%的价格空间。长电2026年上半年归母净利润约147.6亿元，同比增长约13%，若利润增长能够转化为更高DPS，股价不变时股息率会重新上升，估值压力得到缓解。

在此背景下，我们认为传统的稳定型红利资产也将在长江电力股息率要求下降的过程中得到估值端的体现，包括【水电、银行、煤炭、交运、核电等】。

图表12：资金池息差收窄对应的长江电力股价敏感性测算

目标资金池息差	隐含股息率	隐含股价	空间
1.20 个百分点	3.36%	29.73 元	+6.3%
1.00 个百分点	3.16%	31.61 元	+13.1%
0.75 个百分点	2.91%	34.33 元	+22.8%

来源：iFinD，国金证券研究所　　备注：以 8 月 28 日收盘价为基准

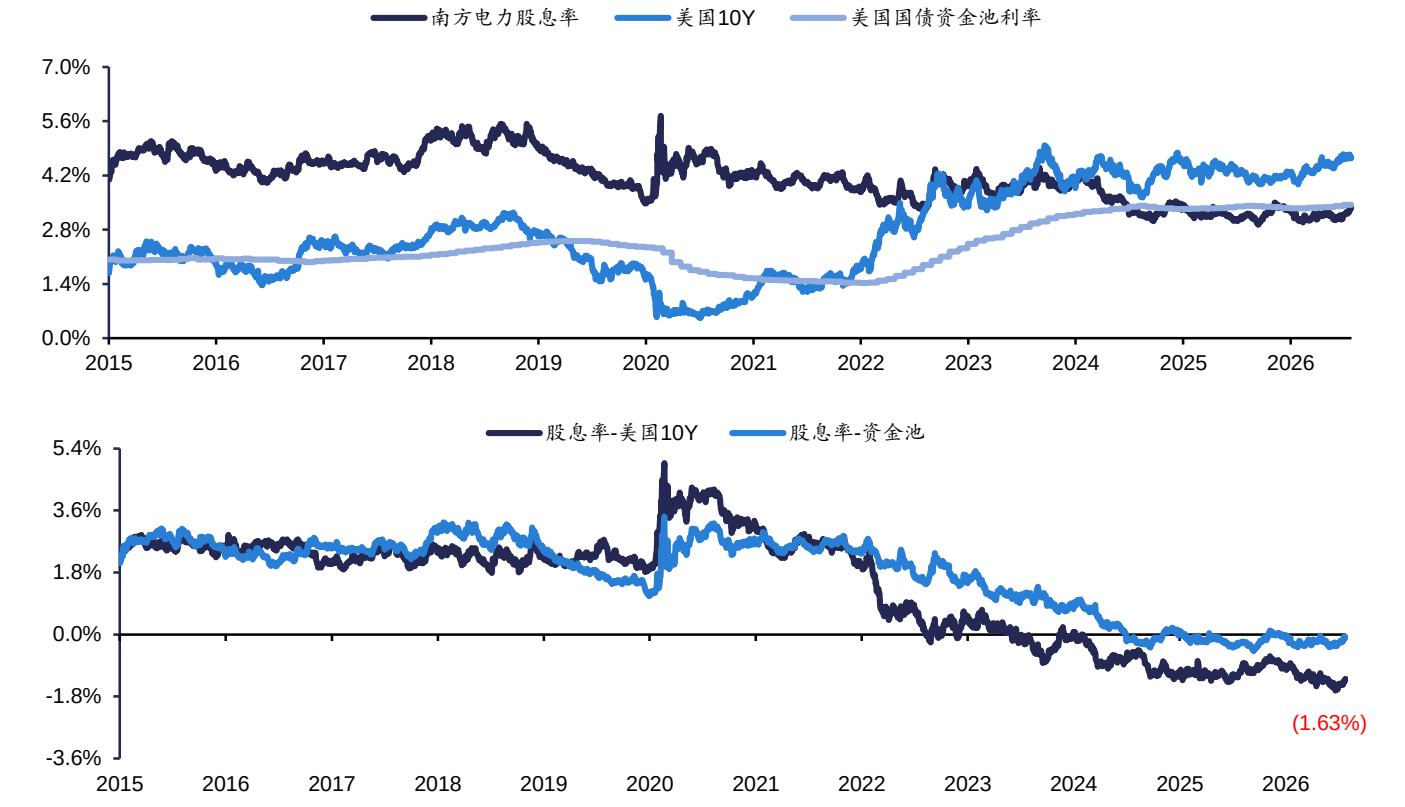
五、红利路径海外息差的视角看好港股红利机会

上一节我们讨论了国内的红利资产，我们认为看好股息率要求的下降将带来估值的空间。接下来，我们也试图带着同样的视角来观察海外的红利资产，我们以美股的典型红利公司南方电力作为海外的红利资产类型，我们依旧以相较于美债和美债资金池的两个尺度来进行度量。我们发现南方电力股息率相较十年期国债收益率的差值从此前的约2.5%下降至最新的-1.6%，出现了股息率的倒挂。考虑南方电力每股分红金额保持每年3%的确定性增长，息差也出现了明显的收缩。

若用资金池成本进行息差计算，能够看到息差的稳定性要显著好于十年期国债当期收息率的息差水平，南方电力相较于资金池的息差也为0附近，且息差的稳定性好于十年期国债收益率。

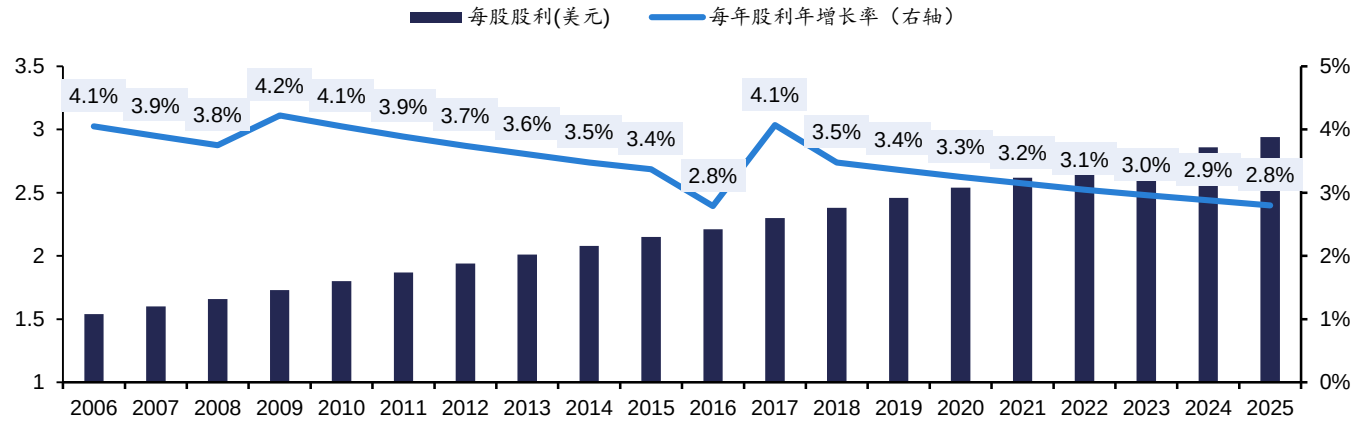
展望未来，伴随资金池持续置换2020年的低成本资金，资金池的资金成本将会提升，我们认为海外的红利资产的息差要求势必提升。从资金选择角度来看，我们认为港股高股息红利具备价值，对于海外投资者而言满足了资金成本提升的高股息要求，对于国内而言也平抑了汇率波动的风险且具备更高的股息率，我们看好【港股红利】投资机会。

图表13：南方电力相对美国国债和资金池收益率的息差



来源：iFinD，国金证券研究所

图表14：南方电力每股股利稳健增长，这是优质的红利标杆



来源：iFinD，国金证券研究所

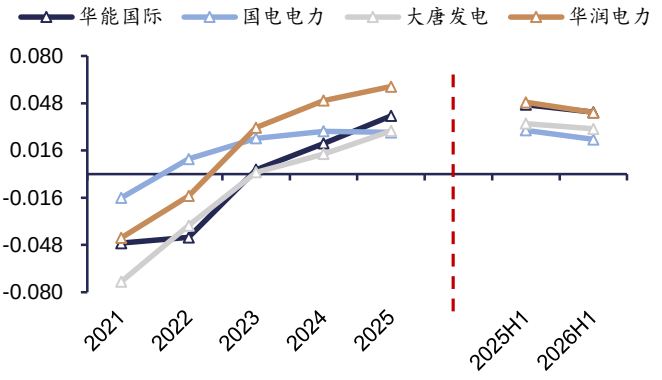
六、红利路径 3：寻找新的红与红利，以煤电为例

前文提到红与红利板块可能成为新的红利方向，我们认为方向可能有如下几类：利润底部仍具备股息率、具备自由现金流、估值低。回看过去的每轮红利行情，红利的边界都发生过持续扩张，如银行、煤炭、运营商、水电、核电、高速、港口、铁路、出版和垃圾焚烧都曾在不同阶段被重新认识。

综合来看，当前【火电、食品饮料、保险、石化、房地产、电解铝、金融租赁等方向，或子板块或部分公司，可能成为当前红与红利阶段建议关注的方向】。它们的共同特征是短期业绩仍处于承压、筑底或结构调整阶段，但现金流、资产负债表或分红政策具备支撑，未来业绩稳定或触底回升有望带来估值修复。

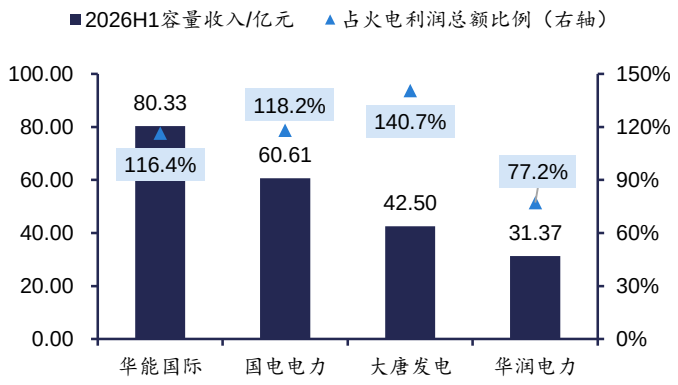
我们以火电为例进行探讨。今年Q2是火电压力测试节点，在电价下跌、煤价上涨的情况下全国性火电公司度电利润降幅可控，业绩好于市场预期，容量电价的上涨也显著提升了火电抗风险能力，当前板块整体具备4%以上的股息率水平。展望2027年，我们认为月度电价的提升将带动年度长协电价上涨，那么业绩端向上、盈利稳定性提升又带来了估值弹性，将成为红利资产中的优势板块。

图表15：龙头火电度电利润下滑但预计已经触底（元/千瓦时）



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

图表16：容量电费有力抬升火电盈利基石



来源：Wind，国金证券研究所

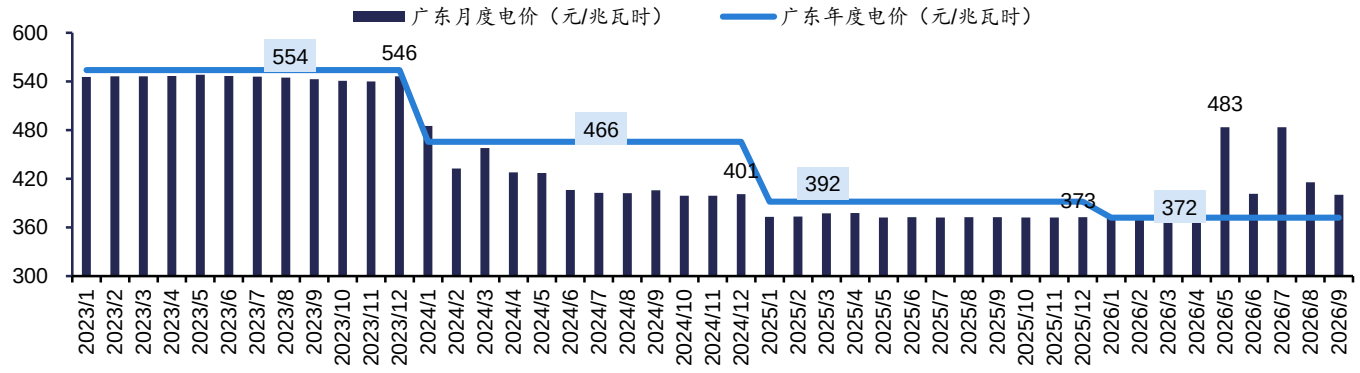
图表17：火电公司现金分红及股息率情况

	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%	6.6%
中国电力	33.6	29.1	27.2	26.0	20.6	19.3	89%	84%	85%	7.2%	5.7%	6.2%
大唐发电 H	30.5	59.9	67.7	11.5	27.4	24.7	69%	59%	59%	4.6%	7.4%	6.2%
华电国际 H	47.0	60.7	55.4	22.4	26.6	24.6	57%	49%	50%	5.9%	6.2%	6.1%
华润电力	135.7	130.3	117.3	52.7	51.5	45.8	40%	40%	40%	5.8%	6.4%	5.3%
浙能电力	77.5	75.3	58.3	38.9	44.2	34.3	50%	59%	59%	5.1%	6.7%	5.2%
申能股份	39.4	40.1	37.1	22.0	22.5	20.7	57%	58%	58%	4.7%	5.9%	5.0%
皖能电力	20.6	21.5	18.3	7.2	8.6	8.2	35%	40%	45%	4.0%	4.8%	4.9%
华能国际	101.4	144.1	120.5	42.4	62.8	50.5	55%	52%	52%	4.0%	5.4%	4.7%
华能蒙电	23.3	24.9	25.1	14.4	17.2	17.3	63%	70%	70%	5.1%	5.9%	4.7%
建投能源	5.3	18.8	19.0	2.4	5.8	6.5	44%	31%	35%	2.3%	3.8%	4.5%
华电国际	57.0	60.7	55.4	22.4	26.7	24.6	45%	49%	50%	3.9%	4.6%	4.5%
广州发展	17.3	23.2	18.3	9.5	12.3	9.7	55%	53%	53%	4.2%	5.4%	4.4%
国电电力	98.3	71.6	61.8	35.7	43.0	39.2	36%	60%	60%	4.4%	4.8%	4.2%
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	67.7	11.5	27.4	24.7	37%	46%	46%	2.2%	4.2%	2.3%
江苏国信	32.4	34.7	27.8	3.8	4.9	3.9	12%	14%	14%	1.3%	1.8%	1.5%

来源：Wind，国金证券研究所 备注：盈利预测采用 wind 一致预期

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）的四节传导链路已经行进至第三节，市场逐步确立了对年度长协电价提升的期待。过去几年月度电价走弱导致年度长协电价更低，今年已经反转（不仅是广东，大部分省份的代购电价也反映类似情况），我们认为电价上涨已经明确，将带领煤电收入走向通胀。

图表18：广东 11-12 月月度电价与次年年度电价接近，目前月度长协价格已经大超年度长协



来源：广东电力交易中心，国金证券研究所

容量电价方面，两部委规定 2026 年煤电容量电价下限 165 元/千瓦·年，甘肃、吉林等地容量电价超额提升，看好火电收入中稳定电价部分的比例继续提高。从 2026 年实际执行情况来看，部分省份出现超额提升，天津、四川执行 231 元/千瓦·年，吉林、甘肃、云南等提高至 330 元/千瓦·年。展望 2027 年，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。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表19：2026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）						
	2024-2025	2026	提升幅度	省级电网	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

七、相关方向：利与红利，红与红利

在当前红利风格逐步增强的背景下，利与红利已经有明确的反馈，重视利润增长的红利资产，若红利关注度仍可保持，我们建议寻找高股息低估值的新红利资产。

（1）看好股息率要求的持续下降，提升整体红利资产的估值水平，重视利与红利的煤炭、水电、银行、交运等；

（2）看好美股资产股息率要求提升带来的资金外流，看好港股红利，关注AH折价的修复；

（3）新红利方向攻守兼备，可重点关注火电，部分食品饮料、保险、石化、房地产、电解铝、金融租赁等方向。

八、风险提示

经济和市场风格变化风险：如果经济恢复慢于预期，消费、房地产和企业投资可能继续偏弱，相关行业的盈利修复也会推迟。若市场重新偏好高成长板块，资金可能暂时离开红利资产，板块表现会受到影响。

行业关键变量恶化风险：煤价、油价、炼化价差、来水、电价、消费需求和房地产销售，都会直接影响相关公司的利润。若这些因素出现不利变化，公司利润和经营现金流可能低于预期。

分红低于预期风险：公司能分多少红，取决于利润、现金流、资本开支、债务偿还和监管要求。若盈利下滑、现金流变差或资本开支增加，公司可能降低分红，市场看到的高股息率也可能难以持续。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明：本报告所引用数据来自公司定期报告、官方政策文件、指数资料及公开市场数据。部分收益、息差和资金池指标为基于公开数据的计算结果，已在正文或图表注释中说明口径。报告不构成对任何证券的买卖建议，投资者应根据自身风险承受能力独立判断。

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