

广州发展

600098

审慎增持 (首次)

火电成本优势显著，综合能源运营商成长可期

2022年12月05日

市场数据

市场数据日期	2022/12/2
收盘价(元)	5.75
总股本(百万股)	3,544
流通股本(百万股)	3,207
总市值(百万元)	20,378
流通市值(百万元)	18,439
净资产(百万元)	24,089
总资产(百万元)	59,699
每股净资产(元)	6.80

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	37965	47469	51653	55189
同比增长	19.7%	25.0%	8.8%	6.8%
归母净利润(百万元)	203	1575	1782	2055
同比增长	-77.6%	677.3%	13.1%	15.3%
毛利率	4.3%	9.7%	10.1%	10.6%
净利率	-0.2%	3.8%	4.0%	4.3%
净资产收益率	0.9%	6.5%	7.1%	7.9%
每股收益(元)	0.06	0.44	0.50	0.58
每股经营现金流(元)	0.57	1.08	1.39	1.55

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **公司概况:** 广州国资委旗下综合能源平台，新能源与传统能源协同发展。公司成立于1992年，并且于1997年登陆主板上市，为广东省主要的地方性综合能源企业之一，主营业务包含火电(含煤电、气电)、燃气、风电光伏开发运营以及能源物流业务，公司逐步形成了立足大湾区并向外辐射的业务布局。公司火电资产主要位于广州、珠江、佛山等地，具备较高且稳定的电力负荷，消纳条件优越。
- **业绩方面:** 煤炭物流优势帮助火电业绩修复，叠加新能源带来快速增长。2016-2021年期间，资产规模的持续扩张驱动公司营业收入保持+11.5%的复合增速，但2021年受制于煤炭成本的上行，公司业绩出现下滑，当年公司归母净利润为2.03亿元，同比-77.6%，当年电力业务毛利率同比下滑28.72pct至-11.83%，主要亏损出现于2021Q4。此后得益于省内燃煤电价上涨，公司成本压力得以疏导，叠加煤炭物流业务为公司带来的燃料成本优势，公司业绩实现快速修复。其中2022年前三季度公司合计营业总收入355.40亿元，同比+26.2%，归母净利润12.18亿元，同比+64.0%。与此同时，公司风电光伏装机量迅速提升，带动新能源发电业绩连续增长，2019-2021年分别实现净利润1.41、1.52、4.89亿元。
- **能源物流业务助力火电业务率先实现复苏，叠加天然气业务的纵向布局，充裕的现金流量有望支撑绿电装机量的快速扩张:** 1) 火电业绩修复，重归优质现金流资产: 公司所有火电机组均位于广东省，电力负荷较高，利用小时数稳定，叠加公司煤炭物流业务对于燃料成本端的帮助，火电业绩已较快修复，为公司提供充裕的现金流量; 此外，广州LNG调峰电站二期项目的两台机组(2*60万千瓦)预计分别于2022、2023年并网投产; 2) 新能源快速扩张: 并购+自建齐发力，公司全国范围内广泛储备新能源项目资源，配合充裕的在手现金，具备较强的资源变现能力; 3) 天然气全产业链布局: 广州LNG调峰气源站预计于“十四五”期间投产，届时有望每年贡献净利润1.98亿元，公司天然气气源保障能力得以加强;
- **盈利预测:** 公司新能源业务盈利能力突出、项目储备充足，能源转型有望持续加速; 积极拓展布局天然气产业，静待LNG气源站投产。综上，我们预测2022-2024年归母净利润为15.75、17.82、20.55亿元，同比+677.3%、+13.1%、+15.3%，对应2022年12月2日收盘价的PE估值分别为12.9x、11.4x、9.9x，首次覆盖给予“审慎增持”评级。

风险提示: 装机增长不及预期、广东省用电需求不及预期、煤价大幅上涨、气源价格大幅上涨、上网电价波动

分析师:

蔡屹

caiyyi@xyzq.com.cn

S0190518030002

目 录

1、湾区综合能源企业，新能源转型加速.....	- 3 -
2、公司主要看点：火电业绩的率先扭亏、绿电装机的快速增长.....	- 7 -
3、盈利预测与估值.....	- 9 -
4、风险提示.....	- 9 -

图目录

图 1、公司股权结构及重要子公司分析：截至 2022Q3 末，广州产投集团对上市公司的持股比例为 56.97%.....	- 3 -
图 2、公司各年营业总收入（亿元）.....	- 5 -
图 3、公司各年归母净利润（亿元）.....	- 5 -
图 4、公司单季度营业总收入（亿元）.....	- 5 -
图 5、公司单季度归母净利润（亿元）.....	- 5 -
图 6、公司各年营业总收入结构.....	- 5 -
图 7、公司各年各子板块毛利率.....	- 5 -
图 8、公司装机量及其结构（万千瓦）.....	- 6 -
图 9、公司售电量及其结构（亿度）.....	- 6 -
图 10、公司现金流与资本开支情况梳理（亿元）.....	- 6 -
图 11、公司主要财务比率梳理.....	- 6 -
图 12、公司火电利用小时数（h）.....	- 7 -
图 13、广东省各年全社会用电量.....	- 7 -
图 14、公司天然气销售量.....	- 9 -
图 15、天然气新覆盖用户数量.....	- 9 -

表目录

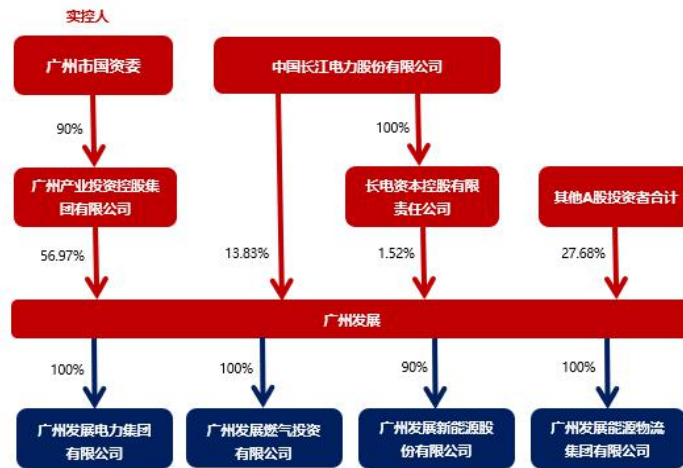
表 1、广州发展主要电力资产梳理.....	- 4 -
表 2、广州发展其他能源资产梳理.....	- 4 -
表 3、公司 2021 年定向增发募投项目梳理（亿元）.....	- 6 -
表 4、2020 年至今公司与各地政府签署的新能源项目协议.....	- 8 -
表 5、可比公司估值表（数据截至 2022 年 12 月 2 日）.....	- 9 -

报告正文

1、湾区综合能源企业，新能源转型加速

广州国资委旗下综合能源平台，新能源与传统能源协同发展。公司成立于 1992 年，并且于 1997 年登陆主板上市，为广东省主要的地方性综合能源企业之一，主营业务包含火电（含煤电、气电）、燃气、风电光伏开发运营以及能源物流业务，公司逐步形成了立足大湾区并向外辐射的业务布局。公司火电资产主要位于广州、珠江、佛山等地，具备较高且稳定的电力负荷，消纳条件优越。同时，公司建立了较为庞大的能源物流业务，包含煤炭销售、油库仓储与管道燃气。基于以上业务所提供的现金流，公司制定了较大规模的新能源开发计划。截至 2022Q3 末，公司大股东为广州产业投资控股集团（持股 56.97%），实控人为广州市国资委，长江电力（600900）为公司第二大股东，直接或间接控制公司约 15.35% 的股权。

图 1、公司股权结构及重要子公司分析：截至 2022Q3 末，广州产投集团对上市公司的持股比例为 56.97%



资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司已形成电力与其他能源资产相互支撑发展、平稳业绩波动的局面。公司业务布局较广，1) 煤电：煤电业务的成本高企为公司 2021 年业绩出现大幅下滑的主因之一，主体资产包含珠江电厂、恒益热电、中电荔新等，煤电合计装机体量为 3.25GW；2) 气电：以珠江天然气电厂为主体资产，用作调峰调频用途，业绩整体稳定，现金流相对充沛，业绩波动主要源自电价端的调整（2019-2021 年天然气电厂的净利润分别为 2.47、2.45、2.52 亿元）。此外，公司气电项目广州 LNG 二期两台机组（2*60 万千瓦）预计分别于 2022 年年底、2023 年年初投产；3) 新能源：公司绿电业务以新能源公司为发展平台，由 2017 年的 15.99 万千瓦快速增长至 2021 年底的 1.79GW，自建项目叠加外部收购，装机体量保持快速扩张；4) 天然气集团：包含管道燃气以及 LNG 销售业务，已获取大鹏接收站、珠海金湾接收站代加工权益，叠加深圳迭福 LNG 接收站使用权（已获国家管网

的联通合作)，2021年完成售气量 20.73 万立方米；5) 能源物流：包含煤炭物流与成品油储业务，珠电燃料公司为煤炭贸易的主要执行公司，面向主要面向电厂需求，煤炭供应以自主采购与东周窑煤矿为主。

表 1、广州发展主要电力资产梳理

资产类别 & 名称	所在区位	装机体量 (GW)	上市公司持股比例	2021 年发电量 (亿度)	2022H1 平均上网电价 (元/度)	2021 年净利润 (亿元)	2022H1 净利润 (亿元)	净资产 (亿元)
煤电		3.25						
珠江电厂(含珠电公司、东电公司)	广东珠江	1.28	100%	64.31	0.5193		2.01	15.55
恒益热电	广东佛山	1.20	50%	54.83	0.5343	-5.35	-2.81	13.24
中电荔新	广东广州	0.66	50%	38.14	0.4995	-3.48	-1.35	4.06
鳌头能源站	广东广州	0.03	50%	0.79	0.6900	-	-	-
太平能源站	广东广州	0.09	100%	1.10	0.6900	-	-	-
气电		0.78						
珠江天然气	广东珠江	0.78	70%	28.84	0.5430	2.52	1.19	21.64
新能源								
广州发展新能源	华北、华中、西南、广东等多地	1.78	90%			7.56	3.00	46.44
风电	-	0.9962	-	19.88	-	-	-	-
光伏	-	0.7879	-	7.86	-	-	-	-

资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

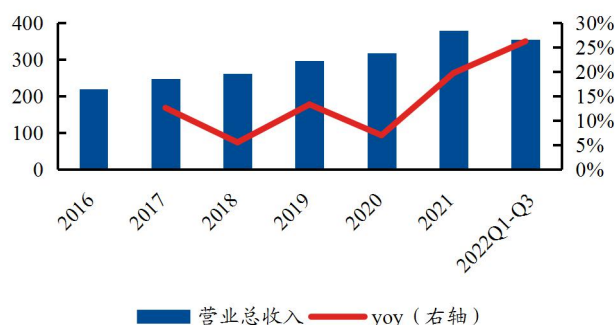
表 2、广州发展其他能源资产梳理

资产类别与名称	所在区位	上市公司持股比例	2021 年销量	2021 年净利润 (亿元)	2022H1 净利润 (亿元)	净资产 (亿元)
天然气						
广州燃气集团	广东广州	100%	20.73 万立方	-2.20	0.39	36.99
能源物流						
珠电燃料公司	广东地区	65%	煤炭：2657.63 万吨 成品油：46.94 万吨	0.59	0.28	11.45

资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

煤炭物流优势帮助火电业绩修复，叠加新能源带来快速增长。2016-2021 年期间，资产规模的持续扩张驱动公司营业收入保持+11.5%的年复合增速，但 2021 年受制于煤炭成本的上行，公司业绩出现下滑，当年公司归母净利润为 2.03 亿元，同比-77.6%，当年电力业务毛利率同比下滑 28.72pct 至-11.83%，主要亏损出现于 2021Q4。此后得益于省内燃煤电价上涨，公司成本压力得以疏导，叠加煤炭物流业务为公司带来的燃料成本优势，公司业绩实现快速修复。其中 2022 年前三季度公司合计营业总收入 355.40 亿元，同比+26.2%，归母净利润 12.18 亿元，同比+64.0%。与此同时，公司风电光伏装机量迅速提升，带动新能源发电业绩连续增长，2019-2021 年分别实现净利润 1.41、1.52、4.89 亿元。

图 2、公司各年营业总收入（亿元）



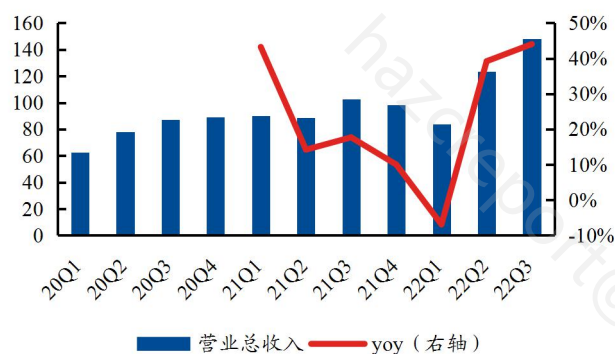
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司各年归母净利润（亿元）



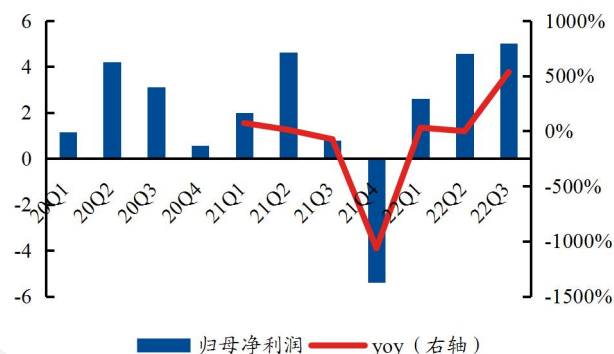
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司单季度营业总收入（亿元）



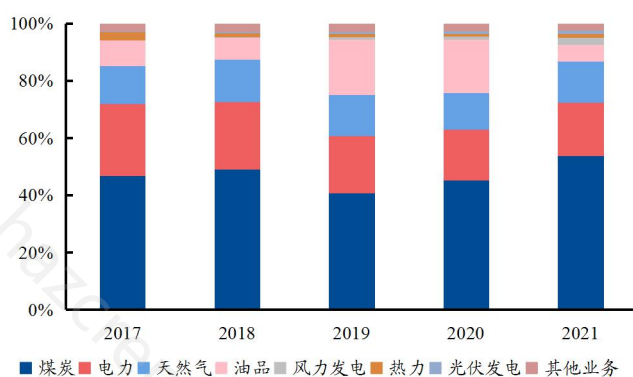
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、公司单季度归母净利润（亿元）



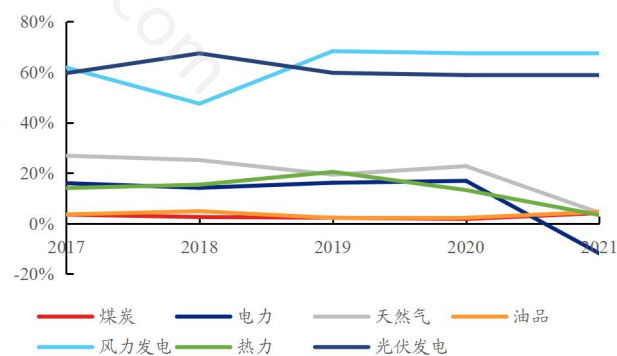
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司各年营业总收入结构



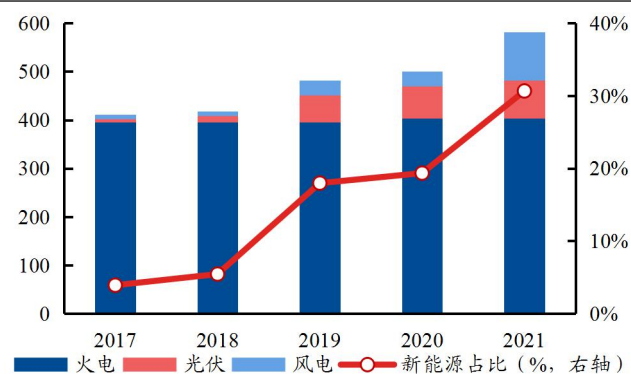
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、公司各年各子板块毛利率



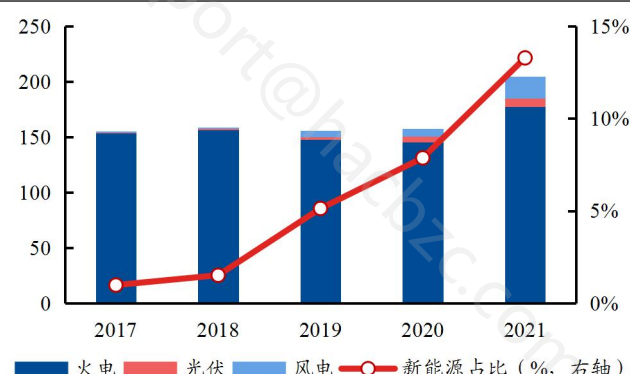
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司装机量及其结构 (万千瓦)



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

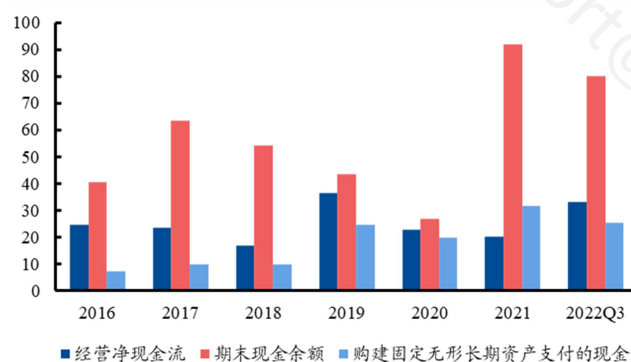
图 9、公司售电量及其结构 (亿度)



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

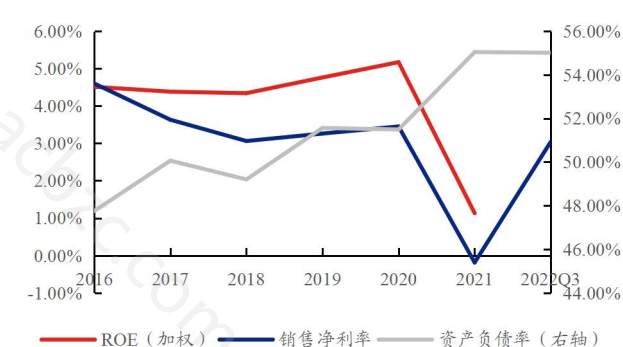
定增完成提供充裕现金流, 支撑新能源资本开支。公司于 2021 年完成项目融资, 完成定向增发 52.59 亿元, 叠加公司能源资产提供稳定现金流, 支撑公司完成后续资本开支计划。此外, 截至 2022Q3 末, 公司资产负债率为 55.01%, 距离国企资产负债率红线仍余一定空间, 保留了未来进行债务融资的余地。

图 10、公司现金流与资本开支情况梳理 (亿元)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、公司主要财务比率梳理



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、公司 2021 年定向增发募投项目梳理 (亿元)

募投项目名称	计划投资额	已投入募集资金
广州 LNG 应急调峰储气库项目	29.73	5.38
偿还银行贷款	6.90	6.90
广州 LNG 应急调峰气源站配套码头工程项目	15.52	1.81
广州 LNG 应急调峰气源站配套管线工程(调峰气源站-黄阁门站段)项目	2.27	0.01
广州市天然气利用工程四期调整工程项目	44.20	7.26
广州金融城起步区综合能源项目	13.48	0.00
广州发展从化明珠生物医药健康产业天然气管网分布式能源站项目	6.91	1.23
广汽丰田第四生产线屋面光伏合同能源管理模式服务项目	1.13	0.52
肇庆小鹏新能源投资有限公司光伏发电项目	0.91	0.64
广汽丰田汽车有限公司第三生产线续建分布式光伏项目	0.50	0.25

资料来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

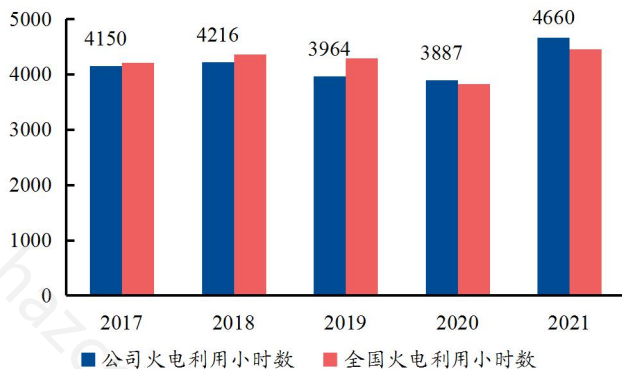
备注: 截至 2022M10。

2、公司主要看点：火电业绩的率先扭亏、绿电装机的快速增长

能源物流业务助力火电业务率先实现复苏，叠加天然气业务的纵向布局，充裕的现金流量有望支撑绿电装机量的快速扩张：1) 火电业绩修复，重归优质现金流资产：公司所有火电机组均位于广东省，电力负荷较高，利用小时数稳定，叠加公司煤炭物流业务对于燃料成本端的帮助，火电业绩已较快修复，为公司提供充裕的现金流量；此外，广州 LNG 调峰电站二期项目的两台机组（2*60 万千瓦）预计分别于 2022、2023 年并网投产，装机体量将进一步提升；2) 新能源快速扩张：并购+自建齐发力，公司 2021 年新能源装机 YOY+84.4%；受益于充足的项目储备，新能源业务有望保持高增长；3) 天然气全产业链布局：广州 LNG 调峰气源站预计于“十四五”期间投产，公司天然气气源保障能力得以加强。

高负荷+高电价+能源物流加持，火电业务实现快速修复。目前公司所有火电机组均位于广东省，电力消纳充足，电价水平高。2021 年广东省用电量为 7867.00 亿千瓦时，YOY+13.6%，2017-2021 年 CAGR+7.2%；受 2021 年电力供需偏紧影响，公司火电机组利用小时数创新高至 4660 小时，YOY+19.9%，较全国火电平均利用小时数高 212 小时。同时，广东省是全国燃煤基准电价最高的省份，2021 年公司火电含税售电价格为 0.451 元/度；2022H1 公司各火电厂上网电价均实现明显涨幅，其中珠江电厂电价 YOY+18.56%；火电业绩已较快修复，为公司提供充裕的现金流量。

图 12、公司火电利用小时数 (h)



数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、广东省各年全社会用电量



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

绿电项目储备充裕，外购自建并举，有望实现快速扩张。截至 2021 年底，公司新能源装机规模为 178.41 万千瓦，YOY+84.4%，其中风电/光伏装机分别为 99.62/78.79 万千瓦，YOY+228.8%/+18.6%。2021 年风电装机增长主要源于公司完成了广东润电新能源有限公司（100%）、湖南华骏风电有限公司（70%）、黄梅四面山风电开发有限公司（80%）、应城东岗风电开发有限公司（100%）的收购工作，合计新增风电可控装机 64.45 万千瓦。另外，根据公司 2021 年 6 月公

告，截至 2021H1 末，公司新能源储备项目超 1000 万千瓦。

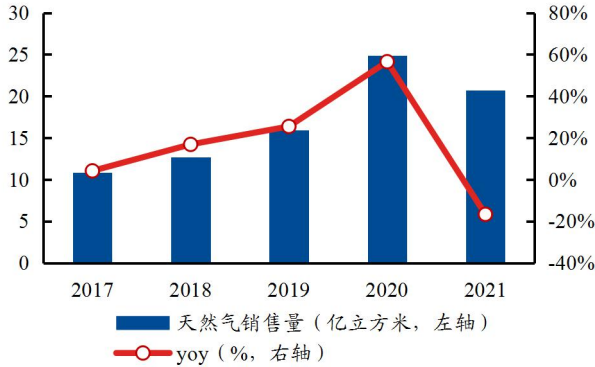
表 4、2020 年至今公司与各地政府签署的新能源项目协议

项目名称	协议签署时间	投资额 (亿元)	项目类型	装机容量 (万千瓦)
广东省韶关市武江区光伏项目	2020.12	24	地面光伏项目、屋顶分布式光伏项目及充电桩项目等	60
新疆生产建设兵团第十一师五团新能源投资配套制造产业链条建设项目	2021.10	37	农光互补光伏项目	100
广西防城港上思县光伏项目	2021.11	20	光储一体化项目	50
青海省黄南州泽库县分布式光伏项目	2021.11	2	屋顶分布式光伏项目	5
广东省梅州市蕉岭县“光伏小镇”示范项目	2021.11	9	屋顶、地面、复合型光伏项目	22
吉林省松原市乾安县光伏项目	2021.12	-	渔光互补光伏项目	20
云南省禄劝彝族苗族自治县新能源项目	2021.12	85	风光储一体化项目	200
贵州省黔南布依族苗族自治州长顺县农业光伏项目	2022.01	14	农业光伏项目	35
重庆市秀山土家族苗族自治县光伏发电项目	2022.02	15	光伏项目	40
总计		206		532

资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

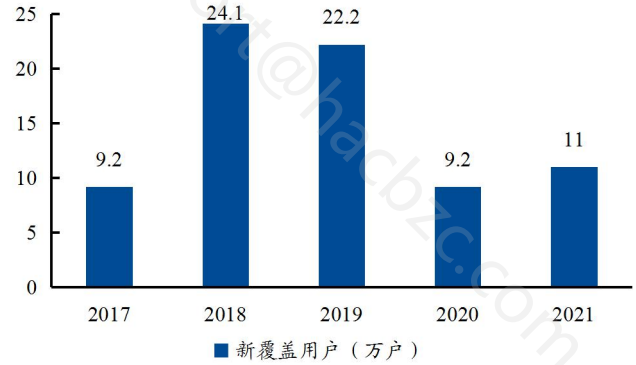
扩大布局 LNG 气源站及配套，完善天然气产业链布局，增强整体盈利能力。公司同时积极布局 LNG 气源站，2021 年底非公开发行股票募集资金共 52.59 亿元，其中大量资金用于广州 LNG 调峰气源站及配套项目的开发；项目建成后有望加强天然气气源供应保障。根据可研报告，广州 LNG 调峰气源站设计规模为 100 万吨/年；公司预计 2022 年底前投产，达产后有望每年贡献营收 4.98 亿元、净利润 1.98 亿元。由于公司全资子公司燃气集团为广州市城市燃气高压管网建设和管道燃气购销的唯一主体，天然气客户资源丰富。受益于天然气业务全产业链布局，若未来气源价格回落，售气规模有望进一步提升。

图 14、公司天然气销售量



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、天然气新覆盖用户数量



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、盈利预测与估值

综上，我们预测公司 2022-2024 年营业收入 474.69、516.53、551.89 亿元，分别同比+25.0%、+8.8%、+6.8%，归母净利润分别为 15.75、17.82、20.55 亿元，分别同比+677.3%、+13.1%、+15.3%，对应 2022 年 12 月 2 日收盘价的 PE 估值分别为 12.9x、11.4x、9.9x，首次覆盖给予“审慎增持”评级。

表 5、可比公司估值表（数据截至 2022 年 12 月 2 日）

公司名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
内蒙华电*	3.81	248.67	4.52	24.92	32.39	36.68	55.0	10.0	7.7	6.8
粤电力 A*	5.59	264.28	-31.48	-17.10	13.37	23.67	-8.4	-15.5	19.8	11.2
中能股份*	5.72	280.95	16.42	24.46	32.72	38.37	17.1	11.5	8.6	7.3
深圳能源*	6.15	292.58	21.29	26.06	33.99	45.26	13.7	11.2	8.6	6.5
平均值							19.4	4.3	11.2	7.9
广州发展	5.75	203.78	2.03	15.75	17.82	20.55	100.6	12.9	11.4	9.9

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：除广州发展外，标*公司的归母净利润采用 Wind 一致预测。

4、风险提示

- **装机增长不及预期：** 新能源装机增量不及预期，影响新能源业务盈利增长；火电、天然气在建项目投产进度不及预期，影响业绩贡献。
- **广东省用电需求不及预期：** 广东用电需求下滑导致公司机组利用小时数下降。
- **煤价大幅上涨：** 煤价再次大幅上涨拉低火电业务盈利，影响公司整体业绩。
- **气源价格大幅上涨：** 气源价格上涨影响售气量，压缩天然气业务利润空间。
- **电价波动：** 市场化交易电价下降影响公司机组收益率。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	16729	14942	16546	18483
货币资金	5886	3616	4639	5906
交易性金融资产	795	445	582	607
应收票据及应收账款	2819	3190	3649	3902
预付款项	296	341	366	394
存货	1668	2951	3047	2965
其他	5265	4399	4263	4708
非流动资产	41401	45608	48546	51158
长期股权投资	5161	5161	5161	5161
固定资产	20211	24767	28143	31033
在建工程	2797	2565	2283	2141
无形资产	2139	2062	1985	1909
商誉	1165	1165	1165	1165
长期待摊费用	36	-27	-90	-153
其他	9891	9914	9899	9901
资产总计	58130	60551	65092	69640
流动负债	15122	14422	16293	18072
短期借款	1121	3196	3892	4457
应付票据及应付账款	5079	5726	6465	6783
其他	8922	5500	5937	6832
非流动负债	16873	18540	20180	21824
长期借款	5605	7252	8899	10545
其他	11268	11288	11281	11279
负债合计	31995	32962	36473	39896
股本	3544	3544	3544	3544
资本公积	8536	8536	8536	8536
未分配利润	7474	8694	9461	10282
少数股东权益	2940	3173	3437	3741
股东权益合计	26134	27588	28619	29744
负债及权益合计	58130	60551	65092	69640

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	203	1575	1782	2055
折旧和摊销	1415	1652	2026	2369
资产减值准备	77	64	25	10
资产处置损失	-0	0	0	0
公允价值变动损失	-71	0	0	0
财务费用	803	840	1021	1158
投资损失	-250	-275	-302	-332
少数股东损益	-274	233	264	304
营运资金的变动	491	35	-85	-33
经营活动产生现金流量	2019	3842	4909	5508
投资活动产生现金流量	-4403	-5298	-4875	-4720
融资活动产生现金流量	8875	-814	989	479
现金净变动	6491	-2269	1022	1267
现金的期初余额	2686	5886	3616	4639
现金的期末余额	9178	3616	4639	5906

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	37965	47469	51653	55189
营业成本	36347	42877	46436	49326
税金及附加	140	175	190	203
销售费用	244	305	332	354
管理费用	675	844	919	982
研发费用	521	652	709	758
财务费用	785	840	1021	1158
其他收益	176	176	176	176
投资收益	250	275	302	332
公允价值变动收益	71	0	0	0
信用减值损失	-21	0	0	0
资产减值损失	-77	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	-354	2227	2524	2916
营业外收入	56	56	56	56
营业外支出	22	22	22	22
利润总额	-321	2261	2557	2950
所得税	-249	452	511	590
净利润	-72	1809	2046	2360
少数股东损益	-274	233	264	304
归属母公司净利润	203	1575	1782	2055
EPS(元)	0.06	0.44	0.50	0.58

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	19.7%	25.0%	8.8%	6.8%
营业利润增长率	-126.9%	728.6%	13.3%	15.5%
归母净利润增长率	-77.6%	677.3%	13.1%	15.3%
盈利能力				
毛利率	4.3%	9.7%	10.1%	10.6%
净利率	-0.2%	3.8%	4.0%	4.3%
ROE	0.9%	6.5%	7.1%	7.9%
偿债能力				
资产负债率	55.0%	54.4%	56.0%	57.3%
流动比率	1.11	1.04	1.02	1.02
速动比率	1.00	0.83	0.83	0.86
营运能力				
资产周转率	0.75	0.80	0.82	0.82
应收帐款周转率	15.96	16.54	15.81	15.39
存货周转率	17.24	17.70	14.76	15.64
每股资料(元)				
每股收益	0.06	0.44	0.50	0.58
每股经营现金	0.57	1.08	1.39	1.55
每股净资产	6.54	6.89	7.11	7.34
估值比率(倍)				
PE	100.6	12.9	11.4	9.9
PB	0.9	0.8	0.8	0.8

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn