

大湾区核心能源供应商，推动新能源跨越式发展

—粤电力 A (000539) 深度报告

所属部门：行业公司部 报告类别：公司研究报告 报告时间：2022 年 9 月 26 日

分析师：孙灿 执业证书：S1100517100001 联系方式：Suncan@cczq.com

北京：东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 6 层，100005

深圳：福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

上海：陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

成都：高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

❖ 公司是广东省国资控股最大的能源企业，聚焦和深耕电力主业

公司主要发电资产位于广东省内，资产规模总额达 1174.73 亿元，是广东省属国资控股唯一资产过千亿的上市公司。截至 2022 年 6 月 30 日，公司可控装机容量、受托管理装机容量合计 3,928.7 万千瓦，约占广东省统调装机容量的 24%，是广东省装机规模最大的电力上市公司。公司控股股东广东能源集团作为省属重点能源企业，一直以来积极支持上市公司做优做强做大。而公司作为广东能源集团唯一上市公司和主力军，深耕电力主业，积极发挥资本市场的价值发现功能和资源配置功能。

❖ 公司积极拓展低碳发电业务，未来将成为大湾区核心综合低碳能源企业

“十四五”期间，公司以国家能源发展战略为指引，实施“1+2+3+X”战略-建设一流绿色低碳电力上市公司，统筹安全与发展，做优做强煤电、气电、生物质发电业务，大力发展新能源、储能、氢能、土地园区开发等。公司新能源开发立足广东，面向全国，呈现出广东、新疆、青海、贵州四省重点开发和国内其他区域积极拓展的“4+N”区域布局态势。公司将积极把握双碳目标下加快能源转型的发展大势，积极通过自建和收购等多种形式，进一步拓展新能源项目资源，全力推进新能源跨越式发展。

❖ 公司充分享受区域发展优势

公司作为广东省能源主力军，肩负着助力广东省构建清洁低碳、安全高效的现代能源体系重任。而且公司将主动融入粤港澳大湾区、深圳先行示范区建设和广东“一核一带一区”发展，稳步推进省重点能源项目建设和新能源开发，积极寻求向资源条件较好和电力需求较高的区域扩张。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营业收入 486.67（同比增长 19.90%）、535.32 和 589.47 亿元，以 2021 年为基数未来三年复合增长 10.10%；归属母公司净利润-40.82、-8.18 和 11.12 亿元。总股本 52.50 亿股，对应 EPS-0.78、-0.16 和 0.21 元。

估值要点如下：2022 年 9 月 26 日，股价 4.80 元，对应市值 252 亿元，2022-2024 年 PE 约为-6、-31 和 23 倍。公司大力加强低碳新能源装机比重，积极推进低碳能源供应能力，目标是成为领先的区域性低碳综合能源供应商，充分受益国家双碳战略。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

❖ 风险提示：煤炭价格下行低于预期、新能源开发进度和收益低于预期。

盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	44167.22	48621.70	53532.67	58947.93
+/-%	55.91%	10.09%	10.10%	10.12%
净利润(百万)	-3147.75	-4081.70	-818.61	1111.54
+/-%	-280.25%	-29.67%	79.94%	235.78%
EPS(元)	-0.60	-0.78	-0.16	0.21
PE	-8.01	-6.17	-30.79	22.67

资料来源：公司公告，预测截止日期 2022 年 9 月 27 日，川财证券研究所

正文目录

一、 公司发展历程、实际控制人和股权结构	5
1.1. 公司基本情况	5
1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构	5
1.2.1. 公司最新股权结构	5
1.2.2. 控股股东和实际控制人	5
二、 营业务结构和变化	7
2.1 主要业务和产品	7
2.1.1. 主营业务概述	7
2.1.2. 主营业务结构	7
2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化	8
2.2 公司的主要业务布局和发展战略规划	10
2.2.1. 公司最近业务布局	10
2.2.2. 公司最近业务发展战略	10
2.2.3. 公司核心竞争力分析	11
2.2.4. 公司未来发展的展望	11
三、 公司近年重大资本运作	14
3.1 公司近年重大资本运作情况	14
3.2 2012年非公开增发项目融资	14
3.3 公司近年的对外投资和收购项目	15
四、 投资建议	15
4.1 投资逻辑和观点	15
4.1.1. 公司是广东省国资控股最大的能源企业，聚焦和深耕电力主业	15
4.1.2. 公司积极拓展新能源发电，未来将成为大湾区核心综合低碳能源企业	15
4.1.3. 公司充分享受区域发展优势	16
4.2 盈利预测与估值比较	16
4.2.1. 盈利预测	16
4.2.2. 估值比较	17
盈利预测	18
风险提示	19
相关报告	19

图表目录

图 1:	公司与控股股东及实际控制人之间的产权及控制关系的方框图	6
图 2:	2021 年年度业务分行业收入结构	7
图 3:	2021 年年度发电业务分类收入结构	7
图 4:	2021 年年度业务分行业毛利结构	8
图 5:	2021 年年度发电业务分行业毛利结构	8
图 6:	历年收入和毛利变化 (单位: 亿元)	8
图 7:	历年营业利润和净利润 (单位: 亿元)	8
图 8:	销售毛利率和净利率变化 (%)	9
图 9:	投资回报情况 (单位: 亿元)	9
图 10:	负债结构和流动性 (%)	9
图 11:	杠杆运用和资产运营状况 (单位: 亿元)	9
表格 1.	公司 2022 年中期最新十大股东情况	5
表格 2.	公司近年重大资本运作关键时间节点和状态	14
表格 3.	2012 定向增发项目融资	14
表格 4.	近年来对外投资和收购的关键时间节点和内容	15
表格 5.	公司分业务收入和毛利率假设	17
表格 6.	可比公司估值	17

一、公司发展历程、实际控制人和股权结构

1.1. 公司基本情况

公司主要从事电力项目的投资、建设和经营管理，电力的生产和销售业务。公司自成立以来，一直坚持“取资于民，用资于电，惠之于众”的经营宗旨和“办电为主，多元发展”的经营方针，专注于电力主业，电源结构呈多元化发展，拥有大型燃煤发电、天然气发电、风力发电和水力发电等多种能源项目，通过电网公司向用户提供可靠、清洁的能源。

公司主要发电资产位于广东省内，资产规模总额达 1174.73 亿元，是广东省属国资控股唯一资产过千亿的上市公司。截至 2022 年 6 月 30 日，公司可控装机容量、受托管理装机容量合计 3,928.7 万千瓦，约占广东省统调装机容量的 24%，是广东省装机规模最大的电力上市公司。

1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构

1.2.1. 公司最新股权结构

根据 2022 年中期报告披露信息，广东省能源集团直接持有公司 35.38 亿股，占公司总股本的 67.39%，为公司第一大股东。

表格 1. 公司 2022 年中期最新十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	变化
1	广东省能源集团有限公司	3,538,005,285	67.39%	不变
2	广州发展集团股份有限公司	116,693,602	2.22%	不变
3	广东省电力开发公司	94,367,341	1.80%	不变
4	中国工商银行股份有限公司-前海开源新经济灵活配置混合型证券投资基金	40,088,618	0.76%	比上期减少
5	全国社保基金二零二组合	36,986,590	0.70%	新进
6	中国证券金融股份有限公司	28,639,545	0.55%	比上期减少
7	郑建祥	25,514,900	0.49%	不变
8	宁波银行股份有限公司-博时成长优势混合型证券投资基金	18,915,500	0.36%	不变
9	中国农业银行股份有限公司-博时裕隆灵活配置混合型证券投资基金	16,055,400	0.31%	不变
10	VANGUARD TOTAL INTERNATIONAL STOCK INDEX FUND	15,855,512	0.30%	不变
11	合计	3,931,122,293	74.88%	--

资料来源：公司公告；2022 年中报，iFinD，川财证券研究所

1.2.2. 控股股东和实际控制人

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

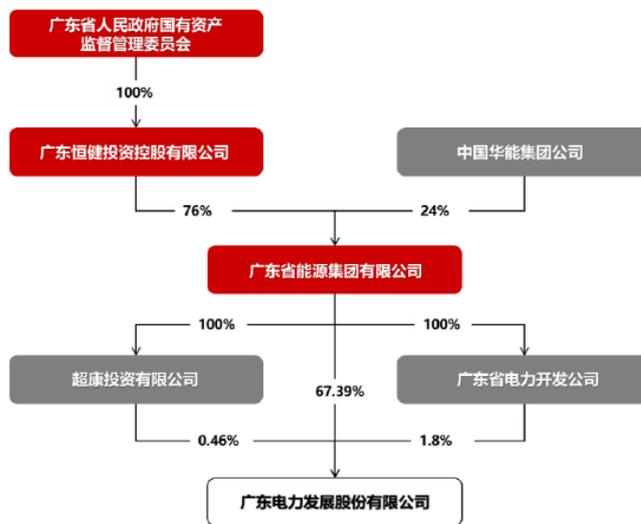


截至 2022 年中期，公司的第一大股东和控股股东是广东省能源集团有限公司。

广东省能源集团有限公司是地方国有控股企业，主要经营业务是电力投资、建设经营管理，电力（热）的生产经营和销 电力（热）的生产经营和销 电力（热）的生产经营和销售；交通运输、资源环保新能源等电力相关产业、新能源等电力相关产业、品的投资、建设和生产经营，电的投资、建设和生产经营，电的投资、建设和生产经营，电力燃料的投资建设和管理；燃料的投资建设和管理；项目投资；电力行业相关的技术投资；电力行业相关的技术服务、投资策划及其管理咨询，信息服务等。

公司实际控制人是广东省国资委。广东省国资委作为广东省政府的直属特设机构，仅代表国家履行出资人职责，对授权监管的国有资产依法进行监督和管理，不开展具体生产经营活动。

图 1：公司与控股股东及实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公告：公司 2022 年中期报告，iFind，川财证券研究所

二、营业务结构和变化

2.1 主要业务和产品

2.1.1. 主营业务概述

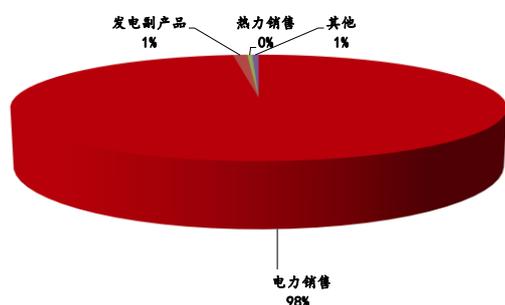
公司主要从事电力项目的投资、建设和经营管理，电力的生产和销售业务，属中国证监会《上市公司行业分类指引》中的电力、热力生产和供应业。公司自成立以来，一直坚持“取资于民，用资于电，惠之于众”的经营宗旨和“办电为主，多元发展”的经营方针，专注于电力主业，电源结构呈多元化发展，拥有大型燃煤发电、天然气发电、风力发电和水力发电等多种能源项目，通过电网公司向用户提供可靠、清洁的能源。

2.1.2. 主营业务结构

截至 2022 年中期，公司主营业务主要是电力销售、发电副产品（粉煤灰综合利用）、供热和其他（提供劳务和租金）四个板块，发电业务中，公司目前包括燃煤、燃气、风力、生物质、水电和光伏六类发电业务。

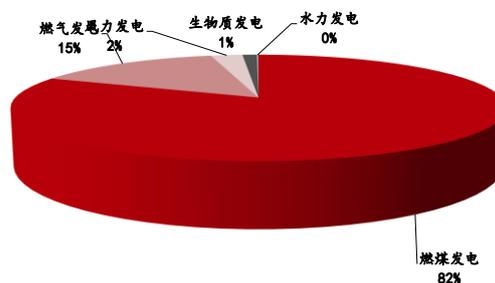
公司 2021 年全年实现总营业收入 441.67 亿元，其中主营业务收入 441.18 亿元，其他业务收入 2.26 亿元。主营业务中，电力销售、发电副产品（粉煤灰综合利用）和热力销售三个板块业务收入分别为 432.78、4.95 和 1.68 亿元，分别贡献了营业总收入的 97.99%、1.12% 和 0.38%。发电业务中，燃煤、燃气、风电、光伏和水利发电业务收入分别为 352.84、63.73、10.78、4.78 和 0.65 亿元，分别贡献了营业总收入的 79.89%、14.43%、2.44%、1.08% 和 0.15%。

图 2：2021 年年度业务分行业收入结构



资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

图 3：2021 年年度发电业务分类收入结构

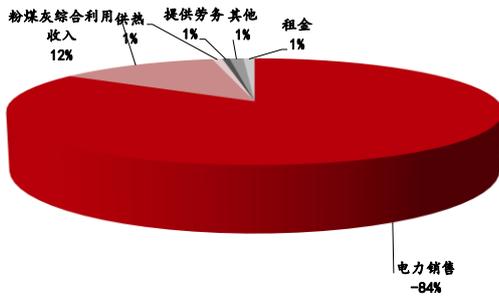


资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

公司 2021 年全年实现总营业毛利-25.50 亿元，其中主营业毛利-26.48 亿元，其他业务毛利 0.98 亿元。主营业务中，电力销售、发电副产品（粉煤灰综合利用）和热力销售三个板块业务毛利分别为-32.64、4.87 和 0.31 亿元，分别贡献了主营业务毛利的

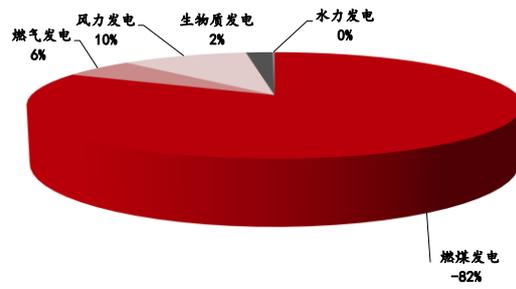
123.26%、-18.39%和-1.17%。发电业务中，燃煤、燃气、风电、光伏和水利发电业务毛利分别为-41.76、2.90、5.07、1.06 和 0.08 亿元，分别贡献了营业总毛利的157.70%、-10.95%、-19.15%、-4.00%和-0.30%。

图 4：2021 年年度业务分行业毛利结构



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 5：2021 年年度发电业务分行业毛利结构



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化

历年业务中，电力销售业务占据公司销售收入毛利中绝大部分。在发电业务中，受到煤价大幅上行影响，公司煤电业务毛利为负，拖累整体业务毛利为负。

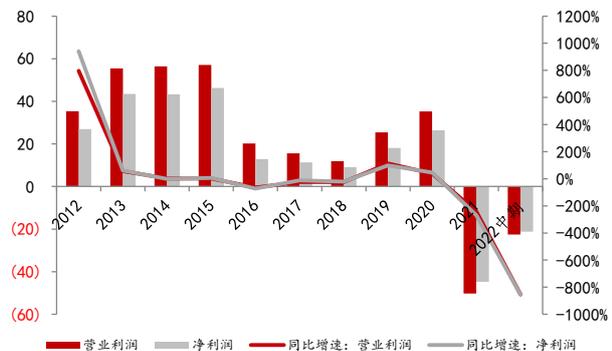
公司主营业务以火力发电为主，燃料成本在营业成本中占较大比重，煤炭、天然气价格波动对公司经营业绩影响较大。2021 年，公司燃料成本 3,866,370 万元，占营业成本的 82.59%，受发电量剧增及煤价大幅上涨影响，燃料成本同比增加 1,937,011 万元，增幅 100.4%。2021 年受经济增长稳定向好等因素影响，广东省社会用电需求超预期高速增长，电力供应持续紧张，公司全力保障电力安全生产和稳定供应，上网电量同比增长 32.49%。但受燃煤、燃气价格高企影响，发电成本与上网电价严重倒挂，电厂大面积亏损，公司主营业务毛利率及归母净利润同比下降，实现归母净利润-31.48 亿元，同比下降 253.26%。

图 6：历年收入和毛利变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 7：历年营业利润和净利润（单位：亿元）

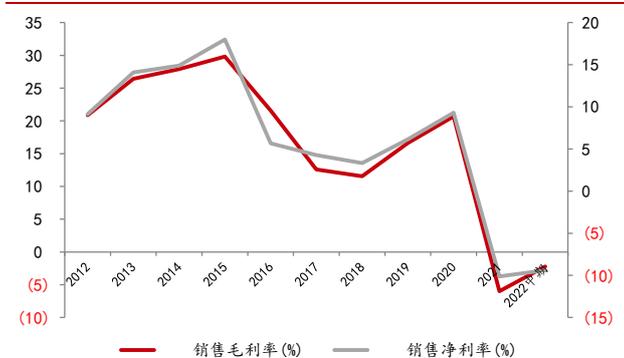


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

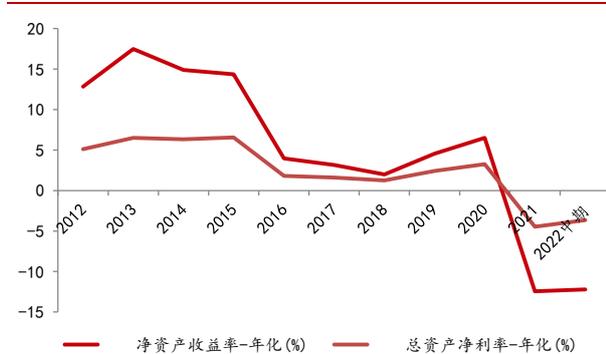
公司 2021 年实现营业利润-50.24 亿，同比下降 217.99%；归属母公司净利润 31.48 亿元，同比下降 253.26%。2022 年中期公司实现营业收入 226.11 亿元，同比增加 27.16%；营业利润-22.58 亿元，同比降低 852.67%；归属母公司净利润-21.23 亿元，同比降低 854.15%。2022 年经营情况继续恶化。

2021 年公司综合毛利率和净利率分别为-5.99%和-10.13%，相比 2020 年的 20.67%和 9.30%，毛利率和净利率都有明显下降，主要是受制于 21 年煤炭和天然气价格大幅上涨，公司火电业务全面亏损。

2022 年中期，公司综合毛利率和净利率分别为-2.22%和-9.39%，煤炭价格 2022 年下行有限，公司亏损有所扩大。

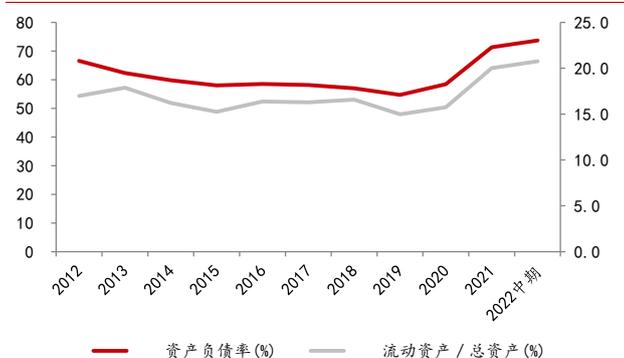
图 8：销售毛利率和净利率变化 (%)


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

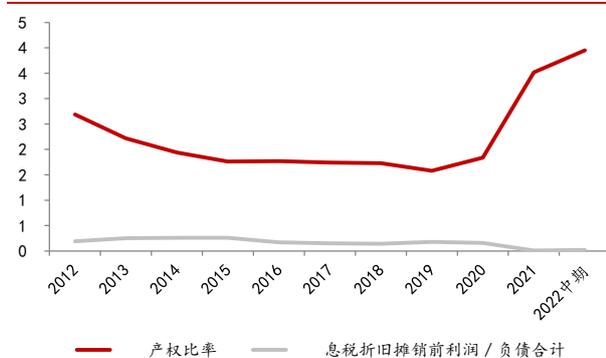
图 9：投资回报情况 (单位：亿元)


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2021 年公司受煤炭价格影响，全年燃煤发电和供热业务全面亏损，2021 年除了第二季度，公司主营业务持续亏损。2022 年中期，公司年化 ROE (年化) 和 ROA 分别为-3.66%和-2.07%，预期未来煤炭价格有望得到控制，资本回报率有望修复。公司资产负债率略高于行业平均，公司近几年财务杠杆持续增加，但资产周转率在下降。

图 10：负债结构和流动性 (%)


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 11：杠杆运用和资产运营状况 (单位：亿元)


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2.2 公司的主要业务布局和发展战略规划

2.2.1. 公司最近业务布局

截至 2022 年 6 月 30 日，公司拥有可控装机容量 3,043.3 万千瓦，其中控股装机 2,868.52 万千瓦，参股权益装机 174.78 万千瓦。其中：燃煤发电控股装机容量 2,055 万千瓦，占比 71.64%；气电控股装机容量 593.2 万千瓦，占比 20.68%；风电、水电、生物质等可再生能源发电控股装机容量 220.32 万千瓦，占比 7.68%。此外，公司受托管理装机容量 885.4 万千瓦（火电 665 万千瓦、水电 220.4 万千瓦），以上可控装机容量、受托管理装机容量合计 3,928.7 万千瓦。

公司主要收入来源为电力生产和销售，主营业务收入主要来源于广东省内。公司销售电价分为以政府价格主管部门核定的上网电价以及根据电力市场交易规则等文件实施市场交易产生的交易电价。2022 年中期，公司售电量 463.49 亿千瓦时，同比下降 6.46%；合并报表售电均价为 542.74 元/千千瓦时，同比上升 84.74 元/千千瓦时，增幅为 18.5%；营业总收入 2,261,124 万元，同比增加 201,720 万元，增幅 9.8%。

公司主营业务为火力发电为主，燃料成本在营业成本中占比较大，煤炭、天然气价格波动对公司经营业绩影响显著。报告期内，公司燃料成本 1,818,328 万元，占主营业务成本的 78.72%，受燃料价格同比大幅上涨影响，公司燃料成本同比增加 315,292 万元，增幅 20.98%。2022 年上半年，受新冠疫情及天气等因素影响，广东省社会用电需求下滑，公司上网电量同比小幅下降 6.46%。受益于电价上浮，公司营业收入略有增长，但由于煤炭等燃料价格居高不下，公司下属火电厂出现大面积亏损。2022 年上半年，公司火电业务实现归母净利润-195,968 万元，新能源业务实现归母净利润 32,277 万元，同比增长 39.49%。虽然公司新能源发电业务利润贡献同比增长显著，但该业务占比相对较小，难以弥补公司火电业务亏损，导致公司主营业务毛利率及归母净利润大幅下滑，公司实现归母净利润-137,574 万元，同比下降 521.19%。

2.2.2. 公司最近业务发展战略

“十四五”期间，公司以国家能源发展战略为指引，实施“1+2+3+X”战略——建设一流绿色低碳电力上市公司，统筹安全与发展，做优做强煤电、气电、生物质发电业务，大力发展新能源、储能、氢能、土地园区开发等。

公司项目储备丰富，发展前景广阔，全力推进新能源跨越式发展；把握火电发展窗口期，加快重点项目开发建设；探索开展“源网荷储一体化”项目布点，推动“风光火储氢一体化”融合发展，建设生态文明发电企业。

公司新能源开发立足广东，面向全国，呈现出广东、新疆、青海、贵州四省重点开发和国内其他区域积极拓展的“4+N”区域布局态势。截至 2022 年中期，公司已投产的新能源项目 21 个，控股装机容量 197.04 万千瓦；在建新能源项目 14 个，其中风电 104 万千瓦，光伏 100.6 万千瓦，控股装机容量合计 204.6 万千瓦。十四五期间公司将积极



把握“碳达峰”、“碳中和”目标下加快能源转型的发展大势，实施“1+2+3+X”战略，积极通过自建和收购等多种形式，进一步拓展新能源项目资源，全力推进新能源跨越式发展，建设生态文明发电企业。

2021年以来，公司以“30·60”双碳战略目标为引领，坚持清洁、低碳、安全、高效的能源发展战略，持续优化电源结构和资产结构。公司将在集中式和分散式光伏发电与风电项目开发、产业融合、碳中和等方面与地方政府进行合作，推动绿色能源、绿色经济的发展，促进公司能源清洁低碳化转型。

2.2.3. 公司核心竞争力分析

1. 主业综合优势

“十四五”期间，公司以国家能源发展战略为指引，实施“1+2+3+X”战略——建设一流绿色低碳电力上市公司，统筹安全与发展，做优做强煤电、气电、生物质发电业务，大力发展新能源、储能、氢能、土地园区开发等。公司项目储备丰富，发展前景广阔；主业清晰、结构合理，产业地位和市场份额突出，具有较强的综合实力和广阔的发展前景。

2. 电力市场竞争优势

公司发电机组参数高、容量大、运行效率高、煤耗低、运行稳定、环保性能优越，具有较强的市场竞争优势。2022年上半年，公司累计完成上网电量463.49亿千瓦时，售电规模继续稳居全省第一，售电价格优于全省平均水平。公司充分发挥规模、品牌、服务三大优势，以遍布全省的营销服务网络、深耕电力行业的技术积淀和综合资源，为电网提供调峰、调频、备用等辅助增值服务，为用户提供综合节能、用电咨询等优质增值服务。

3. 财务资源优势

公司目前总资产达千亿规模，存量业务现金流较为充沛，为公司的持续发展提供了良好支撑，公司资产负债率良好，融资渠道丰富，能够充分利用内外部金融资源，为公司生产经营、重点项目建设及新能源产业的快速发展提供强有力的资金保障。

4. 区域发展优势

公司作为广东省能源主力军，肩负着助力广东省构建清洁低碳、安全高效的现代能源体系重任。公司将主动融入粤港澳大湾区、深圳先行示范区建设和广东“一核一带一区”发展，稳步推进省重点能源项目建设和新能源开发，积极寻求向资源条件较好和电力需求较高的区域扩张，助力“30·60”目标落到实处。

2.2.4. 公司未来发展的展望

1. 行业格局和趋势目前，我国发电行业继续呈现多元化竞争格局。

公司主要发电机组集中于广东省，该区域存在诸多其他发电商，且受到西电东送的较



大影响。我国电源结构主要以火力发电为主，近年来随着“双碳”目标的提出、电力供给侧改革等政策深入推进，风电、光伏、核电、水电、生物质发电等新能源和可再生能源快速发展，火电逐步由主体性电源向调峰调频基础性电源转变。2021年中央经济工作会议提出传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上，要立足以煤为主的基本国情，抓好煤炭清洁高效利用，推动煤炭和新能源优化组合。未来随着燃煤机组节能降耗改造、灵活性改造、供热改造深入推动，大容量、高参数、先进节能的煤电机组仍是重要电力支撑。此外，清洁高效的气电机组有利于增强以新能源为主体的新型电力系统的电网调峰能力和安全可靠性，有助于构建清洁低碳、安全高效的能源体系，具有一定的发展空间。综上所述，未来火电行业主要靠发展大容量、高参数、先进节能煤电及加快气电发展以优化电源结构，通过提升技术研发实力以促进提质增效，靠积极的市场营销争取电量、电价，靠精细化管理降低成本费用；同时公司将积极把握“碳达峰”、“碳中和”目标下加快能源转型的发展大势，积极通过自建和收购等多种形式，进一步拓展新能源项目资源，全力推动新能源跨越式发展，促进公司能源清洁低碳化转型。

2. 公司发展战略

公司未来将聚焦能源生产供应，兼顾综合能源服务，围绕碳达峰、碳中和目标，立足广东、面向全国，实施“1+2+3+X”战略——建设一流绿色低碳电力上市公司，统筹安全与发展，做优做强煤电、气电、生物质发电业务，大力发展新能源、储能、氢能、土地园区开发等。全力推进新能源跨越式发展；把握火电发展窗口期，加快重点项目开发建设；探索开展“源网荷储一体化”项目布点，推动“风光火储氢一体化”融合发展，建设生态文明发电企业。

3. 2022年生产经营计划

2022年，公司合并报表口径上网电量预算目标值1,092.12亿千瓦时，与2021年实际完成上网电量同比上升4.06%；主营业务收入预算目标值为508.89亿元，比2021年实际主营业务收入435.74亿元上升约73.15亿元；母公司全年计划投资预算值为64.73亿元，较2021年实际完成投资45.42亿元增加19.32亿元。（不代表公司业绩承诺）

4. 可能面对的风险和应对措施

1) 电力市场竞争日益激烈。

随着全国统一电力市场建设加快推进，全部工商业用户进入电力市场、燃煤电厂基数电量取消、电力现货市场全年连续结算试运行，跨区域多元竞争在为公司创造更广阔市场空间的同时，也将带来市场主体数量激增、煤电电价浮动范围扩大、市场交易规模持续增长、交易方式更加多元等变化，电力企业竞争强度进一步增大。应对措施：一是全力拓市场。强化发电过程管理，优化机组运行方式，确保火电机组各类型电量合同执行到位、新能源机组多发满发，力争完成公司年度电量目标。二是加强电力市场研判，动态优化市场竞争策略，持续完善加强电力营销体系建设，力争市场化交易



电量电价优于市场平均水平，进一步完善电力现货市场协同运作机制，科学制定交易策略。三是着力控成本。树牢过“紧日子”思想，严控一般性管理费用和非生产性费用支出，努力控制发电成本和运营成本，提高公司市场竞争力。

2) 燃料价格高位徘徊。

受安全检查、环保监管、进口配额有限等因素影响，燃料供应持续紧张，以致燃料价格屡创新高，叠加地缘政治局势不明朗等因素，燃料价格未来走势不确定性增大，公司经营业绩可能持续承压。应对措施：一是持续跟进公司燃煤供耗动态情况，加强与燃料公司协同合作，建立燃料供耗存情况分析模型及库存结构模型，科学优化发电及燃料采购策略，控制燃料采购成本，减少燃料资金占用，形成兼顾保供任务及经济效益的库存策略。二是扎实推动对标世界一流工作取得新成效。通过动态更新对标实施方案与工作清单，学习、汲取行业标杆、业务标杆的宝贵实践经验，推动管理创新提升，以更精细、先进化管理促进公司降本增效。

3) 安全生产形势复杂。

公司部分火电机组运行年份久，机组设备老化问题突出，设备可靠性下降；部分承包商安全管理不到位，现场作业人员安全意识有待加强。应对措施：一是深入贯彻安全生产责任制，组织各层级人员签订安全生产责任状，层层分解、落实各项安全生产目标。二是加强设备运维管理，切实做好设备点巡检工作、消缺工作，加强缺陷隐患分析和排查，消灭电厂设备共性隐患，做好安全排查的整改闭环工作。三是加强全体员工、承包商的安全教育培训，全面普及新《安全生产法》，增强员工安全意识，同时强化应急救援和消防演练，着力防范化解重大人员伤亡与财产损失风险。

4) 电源结构调整力度加大。

随着我国双碳目标逐步落地，能源生产与消费加速向绿色低碳化转型，以新能源为主体的新型电力系统正加快形成，火电将逐步由主体性电源转变为基础性电源。截至2021年末，公司煤电控股装机容量占比72.8%，比例偏高；公司主要发电资产位于广东省，省内机组竞争加剧，新增核电装机和可再生能源电量增长将进一步挤压火电机组上网电量，叠加“西电东送”、电力市场化改革加速、碳排放等因素影响，公司需大力推进新能源项目投资建设，持续优化调整电源结构，加快能源清洁低碳化转型。应对措施：一是公司将根据国家双碳目标和新能源发展规划的相关要求，积极加大新能源项目投资力度，加快推动新能源项目取得进展。二是持续加大清洁能源投资开发和项目储备力度，加快推进大亚湾综合能源站、肇庆永安天然气热电项目、云浮天然气热电联产项目、阳江青洲海上风电项目等建设工作，积极开拓国内其他省区新能源发展空间，加大在新疆、贵州、河北、青海、广西等区域的新能源开发力度，加快新能源项目落地。三是深入探索冷、热、电、气多联供分布式能源，以及换电、充电桩、储能等基础设施建设和氢能开发利用。四是持续优化碳资产管理，充分利用内外部资源，发挥集团化作战优势，加强碳排放数据管理及碳资产经营管理工作，增强内部



协同，推动节能降碳，实现碳资产的增值与收益。

三、公司近年重大资本运作

3.1 公司近年重大资本运作情况

表格 2. 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态

序号	重要资本运作	状态	时间
1	1993 年 IPO 首发上市	完成	1993-11-26
2	2001 年非公开增发	完成	2001-3-20
3	2010 年非公开增发	发审委未通过	2010-5-24
4	2012 年非公开增发	完成	2012-12-31
5	2015 年非公开增发	停止实施	

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

3.2 2012 年非公开增发项目融资

本次交易是粤电集团 2009 年同业竞争承诺的兑现，并构成重大资产重组。

公司与粤电集团均属于发电企业，下属主要电厂都在广东境内，电力产品都直接销售给广东电网公司，因此本公司与粤电集团及其下属发电企业存在一定程度的同业竞争。本公司及粤电集团下属电厂各自独立与所处电网签订购电协议，并由广东省电力调度中心公平调度，电价遵照相关主管部门批复的价格执行。由于粤电集团并不能决定上网电量的分配和影响电网对机组的调度，因此，本公司所属电厂在与控股股东所属电厂在同业竞争方面不会处于不利地位。

粤电集团曾于 2009 年 5 月 21 日作出如下承诺：1、粤电力是粤电集团电力资产的主要平台和发展电力业务的核心企业，粤电集团在电源项目开发、资本运作、资产并购方面支持粤电力的发展；2、按公平、合理的原则正确处理粤电集团与粤电力的各项关系。在一般日常业务营运中，给予粤电力的待遇与粤电集团给予其他下属企业的待遇相同。对于在同一市场内与粤电力形成实质性竞争的业务，粤电力有权选择国家法律、法规及有关监管部门许可的方式加以解决；3、避免利用大股东地位进行不利于粤电力及其股东的行为，逐步减少与粤电力之间的同业竞争，维护粤电力在中国证券市场上的良好形象。

表格 3. 2012 定向增发项目融资

序号	项目名称	计划投入募集资金
1	发行股份购买资产：公司向控股股东广东省粤电集团有限公司发行股份购买其持有的广前 LNG 电厂 60%股权、惠州 LNG 电厂 35%股权、石碑山风电 40%股权、平海电厂 45%股权、红海湾电厂 40%股权、台山电厂 20%股权以及燃料公司 15%股权。发行数量为 157778.5517 万股，每股发行价 4.73 元，募集资金净额 746292.5495 万元。	746,292.55

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所（单位：万元）

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

3.3 公司近年的对外投资和收购项目

下表是公司近年的对外投资和收购项目，主要方向仍是能源产业链。

表格 4. 近年来对外投资和收购的关键时间节点和内容

序号	交易标的	方式	是否关联交易	交易金额 (万元)	交易时间
1	广东省能源集团有限公司	收购购买	是	414,054.91	2021-10-08
2	广东省电力工业燃料有限公司	资产出售	是	279,842.39	2021-08-14
3	广东粤华发电有限责任公司, 广东粤电云河发电有限公司	收购购买	是	36,400.00	2021-06-10
4	广东省能源集团有限公司	资产出售	是	5,810.53	2021-04-28
5	广东能源融资租赁有限公司	收购购买	否	51,295.83	2020-08-28
6	梅州市梅县区人民政府, 梅州市土地储备中心	资产出售	否	29,460.02	2020-04-11
7	韶关发电厂	收购购买	是	16,773.60	2018-10-31
8	惠来风力发电有限公司	收购购买	否	3,900.00	2018-08-31

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

四、投资建议

4.1 投资逻辑和观点

4.1.1. 公司是广东省国资控股最大的能源企业，聚焦和深耕电力主业

公司主要发电资产位于广东省内，资产规模总额达 1174.73 亿元，是广东省属国资控股唯一资产过千亿的上市公司。截至 2022 年 6 月 30 日，公司可控装机容量、受托管理装机容量合计 3,928.7 万千瓦，约占广东省统调装机容量的 24%，是广东省装机规模最大的电力上市公司。

公司控股股东广东能源集团作为省属重点能源企业，一直以来积极支持上市公司做优做强做大。而公司作为广东能源集团唯一上市公司和主力军，公司始终服从服务于广东省、广东能源集团改革发展大局，深耕电力主业，积极发挥资本市场的价值发现功能和资源配置功能，助力广东省能源改革发展。

4.1.2. 公司积极拓展新能源发电，未来将成为大湾区核心综合低碳能源企业

“十四五”期间，公司以国家能源发展战略为指引，实施“1+2+3+X”战略——建设一流绿色低碳电力上市公司，统筹安全与发展，做优做强煤电、气电、生物质发电业务，大力发展新能源、储能、氢能、土地园区开发等。公司项目储备丰富，发展前景广阔；主业清晰、结构合理，产业地位和市场份额突出，具有较强的实力和广阔的发展前景。

公司新能源开发立足广东，面向全国，呈现出广东、新疆、青海、贵州四省重点开发和国内其他区域积极拓展的“4+N”区域布局态势。截至 2022 年中期，公司已投产的新能源项目 21 个，控股装机容量 197.04 万千瓦；在建新能源项目 14 个，其中风电 104

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



万千瓦，光伏 100.6 万千瓦，控股装机容量合计 204.6 万千瓦。。目前，公司已核准备案的光伏项目规模约 800 万千瓦，其中主要以自建为主，后续将积极通过预收购及并购等多种形式，进一步拓展海上风电、陆上风电、光伏等资源。

十四五期间公司将积极把握“碳达峰”、“碳中和”目标下加快能源转型的发展大势，实施“1+2+3+X”战略，积极通过自建和收购等多种形式，进一步拓展新能源项目资源，全力推进新能源跨越式发展，建设生态文明发电企业。

十四五期间，公司初步计划新增煤电装机不少于 200 万千瓦、气电装机约 1000 万千瓦，新能源装机约 1400 万千瓦。截至 2022 年 9 月，公司已投产的新能源项目以风电为主，装机容量为 197 万千瓦，其中海上风电约 120 万千瓦，陆上风电 77 万千瓦；在建阳江青洲、青洲二海上风电 100 万千瓦，新疆瀚海光伏 40 万千瓦等项目，合计装机容量约 200 万千瓦。

4.1.3. 公司充分享受区域发展优势

公司作为广东省能源主力军，肩负着助力广东省构建清洁低碳、安全高效的现代能源体系重任。公司将主动融入粤港澳大湾区、深圳先行示范区建设和广东“一核一带一区”发展，稳步推进省重点能源项目建设和新能源开发，积极寻求向资源条件较好和电力需求较高的区域扩张。

4.2 盈利预测与估值比较

4.2.1. 盈利预测

1. 近期关键财务数据

截至 2022 年中期，公司主营业务主要是电力销售、发电副产品（粉煤灰综合利用）、供热和其他（提供劳务和租金）四个板块，发电业务中，公司目前包括燃煤、燃气、风力、生物质、水电和光伏六类发电业务。

公司 2022 年中期实现营业收入 226.11 亿元，营业利润-22.58 亿元，归属母公司净利润-13.76 亿元；实现毛利率-2.22%，净利率-9.39%。

2. 盈利预测假设：

收入：公司电力业务主要受到公司新增装机、发电量和售电量的影响。受新冠疫情及天气等因素影响，2022 年上半年，广东省社会用电需求下滑，公司上网电量同比小幅下降 6.46%，但上网电价有所上涨，收入整体维持小幅上涨。我们预期 2022 年全年，售电收入有望维持小幅增长。

毛利率：公司是典型的重资产行业，固定成本占比大，收入的下滑将带来毛利率的下行。受益于电价上浮，公司营业收入略有增长，但由于煤炭等燃料价格居高不下，公司下属火电厂出现大面积亏损。未来受益于国家加大煤炭供给控制煤炭价格政策的发力以及下游用力需求下降的影响，国内动力煤价格有望中期下行。综合来看，电价的

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



上调还未能完全对冲煤价上行对毛利率的冲击，2022 年公司毛利率下行压力仍巨大，由于广东区域离主要煤炭产地较远，煤炭进口受阻且国际煤价也维持高位，我们预期公司火电业务毛利率拐点临近，但 2022 年仍同比恶化。

3. 盈利预测结论：

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营业收入 486.67（同比增长 19.90%）、535.32 和 589.47 亿元，以 2021 年为基数未来三年复合增长 10.10%；归属母公司净利润-40.82、-8.18 和 11.12 亿元。总股本 52.50 亿股，对应 EPS-0.78、-0.16 和 0.21 元。

表格 5. 公司分业务收入和毛利率假设

指标	分业务	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	电力销售	28811	27651	43278	47606	52366	57603
	同比增长			56.51%	10.00%	10.00%	10.00%
	发电副产品	0	363	495	594	713	856
	同比增长			36.27%	20.00%	20.00%	20.00%
	供热	137	129	168	193	222	255
	同比增长			30.27%	15.00%	15.00%	15.00%
其他		0	55	49	52	54	57
	同比增长			-10.04%	5.00%	5.00%	5.00%
	电力销售	17.56%	17.56%	17.56%	17.56%	17.56%	17.56%
毛利率	发电副产品	22.01%	22.01%	22.01%	22.01%	22.01%	22.01%
	供热	15.83%	15.83%	15.83%	15.83%	15.83%	15.83%
	其他	0.00%	95.89%	85.31%	85.31%	85.31%	85.31%

资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

4.2.2. 估值比较

估值要点如下：2022 年 9 月 26 日，股价 4.80 元，对应市值 252 亿元，2022-2024 年 PE 约为-6、-31 和 23 倍。公司大力加强低碳新能源装机比重，积极推进低碳能源供应能力，目标是成为领先的区域性低碳综合能源供应商，充分受益国家双碳战略。首次覆盖，我们给与“增持”评级。

表格 6. 可比公司估值

序号	代码	公司	股价/元	市值/亿元		EPS/元			PE			PB	ROE
				总计	流通	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	最新	21
1	000027.SZ	深圳能源	5.81	276	35	0.45			12.99			0.98	4.06%
	600642.SH	申能股份	5.89	289	37	0.33	0.54	0.67	17.62	10.84	8.74	0.98	0.74%
	600023.SH	浙能电力	3.16	424	15	-0.06	0.08	0.18	-49.54	39.80	17.29	0.66	3.91%
	600578.SH	京能电力	3.15	211	10	-0.47	0.12	0.18	-6.77	26.60	17.45	1.02	5.39%
	000543.SZ	皖能电力	4.73	107	26	-0.59	0.20	0.32	-8.02	24.26	14.80	0.87	4.43%
	000037.SZ	深南电 A	7.10	30	19	-0.73			-9.74			2.81	-9.73%
2	000531.SZ	穗恒运 A	6.90	57	51	0.20			35.35			1.10	1.63%
3	000539.SZ	粤电力 A	4.80	228	21	-0.60	0.23	0.42	-8.01	20.53	11.50	1.15	-7.85%
4	600982.SH	宁波能源	4.37	49	14	0.42			10.31			1.30	4.29%
5	小计	粤电力 A							-0.65	24.41	13.96	1.21	0.76%
		几何平均								22.46	13.50	1.11	

资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所，数据更新于 2022/7/26

盈利预测

财务报表预测及比率分析

资产负债表							利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	5081.64	5790.95	8105.32	4862.17	5353.27	5894.79	营业收入	29360.16	28329.07	44167.22	48621.70	53532.67	58947.93
应收票据及账款	3197.69	4336.02	7035.61	7745.18	8527.47	9390.09	营业成本	24480.70	22472.28	46814.80	50337.45	50125.28	52249.73
预付账款	605.31	766.87	892.77	982.81	1082.08	1191.54	税金及附加	249.72	253.59	293.98	145.87	160.60	176.84
其他应收款	272.80	459.27	2429.48	2674.50	2944.63	3242.51	销售费用	43.79	49.21	65.41	63.21	69.59	76.63
存货	1817.06	1589.88	2998.89	3224.55	3210.96	3347.05	管理费用	874.64	835.93	1101.12	972.43	1070.65	1178.96
其他流动资产	334.46	596.47	1417.99	1561.00	1718.66	1892.52	研发费用	9.70	274.58	584.71	1458.65	1605.98	1768.44
流动资产合计	11308.97	13539.46	22880.05	21050.21	22837.07	24958.50	财务费用	1230.32	1108.52	1371.37	2181.58	2401.47	2545.81
长期股权投资	6455.78	6687.26	8072.21	8814.03	9555.86	10297.69	资产减值损失	-161.73	-487.54	-29.33	0.00	0.00	0.00
固定资产	38555.72	47195.23	62199.25	65412.37	68322.85	70930.69	信用减值损失	46.35	-0.30	-21.77	0.00	0.00	0.00
在建工程	10882.00	9153.64	8634.73	7195.61	5756.48	4317.36	其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1787.74	2141.63	2658.73	2215.61	1772.48	1329.36	投资收益	125.54	300.84	834.00	834.00	834.00	834.00
长期待摊费用	19.47	26.41	30.34	15.17	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	6462.34	7227.20	9796.15	9745.82	9695.50	9645.17	资产处置收益	20.50	340.98	184.59	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	64163.06	72431.36	91391.40	93398.61	95103.17	96520.27	其他收益	42.07	39.70	72.65	0.00	0.00	0.00
资产总计	75472.03	85970.82	114271.45	114448.82	117940.25	121478.78	营业利润	2544.01	3528.63	-5024.02	-5703.48	-1066.90	1785.52
短期借款	5904.13	7622.43	12360.30	20124.36	28790.52	33644.10	营业外收入	33.24	86.92	139.09	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	3829.39	3758.47	8535.35	9177.60	9138.92	9526.25	营业外支出	32.01	93.28	171.46	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	9951.70	13983.70	16856.01	18191.93	18144.88	18932.13	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	19685.22	25364.60	37751.66	47493.89	56074.32	62102.48	利润总额	2545.24	3522.27	-5056.39	-5703.48	-1066.90	1785.52
长期借款	18083.74	20498.10	42361.83	38596.71	34670.89	30601.85	所得税	738.07	887.01	-583.69	96.27	96.27	206.11
其他非流动负债	3513.38	4364.70	1412.10	1412.10	1412.10	1412.10	净利润	1807.17	2635.26	-4472.70	-5799.75	-1163.18	1579.41
非流动负债合计	21597.12	24862.80	43773.92	40008.80	36082.99	32013.95	少数股东损益	660.41	888.98	-1324.94	-1718.05	-344.57	467.87
负债合计	41282.34	50227.40	81525.58	87502.70	92157.31	94116.43	归属母公司股东净利润	1146.77	1746.28	-3147.75	-4081.70	-818.61	1111.54
股本	5250.28	5250.28	5250.28	5250.28	5250.28	5250.28	EBITDA	7557.24	8050.73	422.98	212.72	5371.83	8656.06
资本公积	5096.92	4902.26	4295.43	4295.43	4295.43	4295.43	NOPLAT	2665.30	3214.28	-3394.29	-3870.01	961.08	3831.34
留存收益	15831.04	17217.45	13639.37	9557.67	8739.06	9850.60	EPS(元)	0.22	0.33	-0.60	-0.78	-0.16	0.21
归属母公司权益	26178.24	27370.00	23185.08	19103.38	18284.77	19396.31							
少数股东权益	8011.44	8373.42	9560.79	7842.74	7498.17	7966.04							
股东权益合计	34189.69	35743.41	32745.87	26946.12	25782.94	27362.35							
负债和股东权益合计	75472.03	85970.82	114271.45	114448.82	117940.25	121478.78							

现金流量表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	1807.17	2635.26	-4472.70	-6537.48	-1900.91	841.68
折旧与摊销	3781.68	3419.95	4108.00	3734.62	4037.26	4324.73
财务费用	1230.32	1108.52	1371.37	2181.58	2401.47	2545.81
投资损失	-125.54	-300.84	-834.00	-834.00	-834.00	-834.00
营运资金变动	1374.46	-779.81	435.89	564.87	-1381.50	-405.32
其他经营现金流	202.50	197.69	-838.48	834.00	834.00	834.00
经营性现金流净额	8270.60	6280.78	-229.92	-56.42	3156.32	7306.90
资本支出	4139.83	7127.13	13684.94	5000.00	5000.00	5000.00
长期投资	-279.51	-836.96	-420.42	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-8646.28	-14404.36	-22395.67	-10004.10	-10004.10	-10004.10
投资性现金流净额	-4785.97	-8114.18	-9131.16	-5004.10	-5004.10	-5004.10
短期借款	-1621.87	1718.30	4737.87	7764.06	8666.16	4853.58
长期借款	-1556.88	2414.36	21863.73	-3765.12	-3925.81	-4069.04
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-5.93	-194.65	-606.83	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-792.78	-1420.62	-18205.26	-2181.58	-2401.47	-2545.81
筹资性现金流净额	-3977.46	2517.38	7789.50	1817.36	2338.87	-1761.27
现金流量净额	-492.83	683.98	-1571.59	-3243.15	491.10	541.53

主要财务比率						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力						
营收增长率	7.12%	-3.51%	55.91%	10.09%	10.10%	10.12%
营业利润增长率	112.91%	38.70%	-242.38%	-13.52%	81.29%	267.36%
EBIT增长率	45.46%	22.65%	-179.58%	4.43%	137.89%	224.55%
EBITDA增长率	191.15%	6.53%	-94.75%	-49.71%	2425.30%	61.14%
归母净利润增长率	141.70%	52.28%	-280.25%	-29.67%	79.94%	235.78%
经营现金流增长率	215.96%	-24.06%	-103.66%	75.46%	5694.56%	131.50%
盈利能力						
毛利率	16.62%	20.67%	-5.99%	-3.53%	6.37%	11.36%
净利率	6.16%	9.30%	-10.13%	-11.93%	-2.17%	2.68%
营业利润率	8.66%	12.46%	-11.37%	-11.73%	-1.99%	3.03%
ROE	4.38%	6.38%	-13.58%	-21.37%	-4.48%	5.73%
ROA	1.52%	2.03%	-2.75%	-3.57%	-0.69%	0.92%
ROIC	4.91%	6.08%	-5.92%	-4.80%	1.17%	4.45%
估值倍数						
P/E	21.98	14.43	-8.01	-6.17	-30.79	22.67
P/S	0.86	0.89	0.57	0.52	0.47	0.43
P/B	0.96	0.92	1.09	1.32	1.38	1.30
股息率	2.50%	2.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBIT	12.78	10.87	-24.33	-25.14	69.63	21.74
EV/EBITDA	6.38	6.26	211.95	416.19	17.30	10.88
EV/NOPLAT	18.10	15.67	-26.41	-22.88	96.69	24.58

数据来源：同花顺iFind

风险提示

燃料价格上涨超预期；
新布局的低碳能源项目投产及运行低于预期；
国家低碳能源相关补贴落地低于预期。

相关报告

【川财研究】通裕重工（300185）2021 年报和一季报点评：21 年核心业务毛利率超预期下行，二季度有望见底回升(20220429)

【川财研究】利君股份（002651）2021 年报和一季报点评：22 年一季度业绩略超预期，疫情管制带来二季度增长的不确定(20220427)

【川财研究】新莱应材（300260）2021 年报和一季报点评：公司业绩持续超预期，半导体业务景气度持续高位(20220426)

【川财研究】沪电股份（002463）2021 年报和一季报点评：21 年业绩低于预期，公司业绩修复程度受 22 年芯片出货量影响(20220426)

【川财研究】锋龙股份（002931）2021 年报和一季报点评：公司毛利率修复情况低于我们预期，疫情制约公司二季度经营发力(20220423)

【川财研究】杭氧股份（002430）2021 年报点评：气体业务稳步发展，装备业务期待石化和氢能发力(20220329)

川财证券

川财证券有限责任公司成立于1988年7月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



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注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明