

福能股份 (600483.SH)

盈利显著改善，海上风电发展向好

买入

核心观点

收入稳步增长，净利润大幅上升。2022年，公司实现营业收入143.18亿元(+17.79%)，归母净利润25.93亿元(+90.79%)，扣非归母净利润25.79亿元(+91.53%)。公司收入和归母净利润增长主要系发电量增加以及电价上升所致。2022年，公司发电量223.36亿千瓦时，同比增加14.15%；上网电量212.37亿千瓦时，同比增加14.46%。

电价上浮以及煤价下行，火电业绩有望持续改善。国家政策推动煤炭保供调价，煤炭长协覆盖率、执行率和履约率提升，公司于2023年2月与能化集团及其子公司签订《煤炭购销框架协议》，拟于2023年购买煤炭不超过500万吨，公司借助与能源集团、福能物流和能化集团等关联方在煤炭资源和采购供应方面的专业优势，保障燃料供应，预计公司火电燃料成本有望下行；同时，受供需格局影响，预计未来下水煤价格有望下降，促进公司火电盈利改善。此外，煤电市场化交易电价上浮，对冲燃料成本压力。预计未来在煤价下降、电价上浮和长协覆盖率提升的趋势下，公司煤电业绩将进一步修复。

海上风电装机规模有望持续增加，促进公司业绩上行。《福建省“十四五”能源发展专项规划》提出，“十四五”期间有序择优推进《福建省海上风电场工程规划》内省管海域海上风电项目建设，新增开发规模1030万千瓦。公司作为福建省属企业，在福建省内项目资源获取能力较强，未来或有望持续获取海上风电项目，而受海上风电大型化、施工成本下降等因素影响，平价上网趋势下海上风电项目收益率有望提升。

风险提示：风电装机不及预期；风况资源变化影响风电利用小时数；煤炭价格波动；电价大幅下降，市场竞争加剧。

投资建议：预计2023-2025年公司营业收入分别为147.8/150.9/156.0亿元，增长率分别为3.2%/2.1%/3.4%；归母净利润分别为28.9/32.0/33.6亿元，同比增长11.8%/10.4%/4.9%；EPS为1.48/1.64/1.72元，当前股价对应PE为8.3/7.5/7.1x。公司火电业务盈利修复有望持续，且海上风电装机规模有望持续增长，贡献业绩增量。给予公司2023年9-10倍PE，对应合理市值为261-290亿元，对应13.34-14.82元/股合理价值，较目前股价有9%-21%的溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,077	14,318	14,782	15,091	15,602
(+/-%)	26.4%	18.6%	3.2%	2.1%	3.4%
净利润(百万元)	1268	2593	2898	3198	3356
(+/-%)	-15.2%	104.5%	11.8%	10.4%	4.9%
每股收益(元)	0.65	1.33	1.48	1.64	1.72
EBIT Margin	13.7%	20.6%	28.4%	30.6%	30.7%
净资产收益率(ROE)	7.2%	13.0%	13.9%	14.7%	14.6%
市盈率(PE)	18.9	9.2	8.3	7.5	7.1
EV/EBITDA	15.9	10.5	8.6	8.2	8.3
市净率(PB)	1.35	1.20	1.15	1.10	1.05

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	13.34 - 14.82元
收盘价	12.84元
总市值/流通市值	25097/22419百万元
52周最高价/最低价	14.56/10.10元
近3个月日均成交额	161.87百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

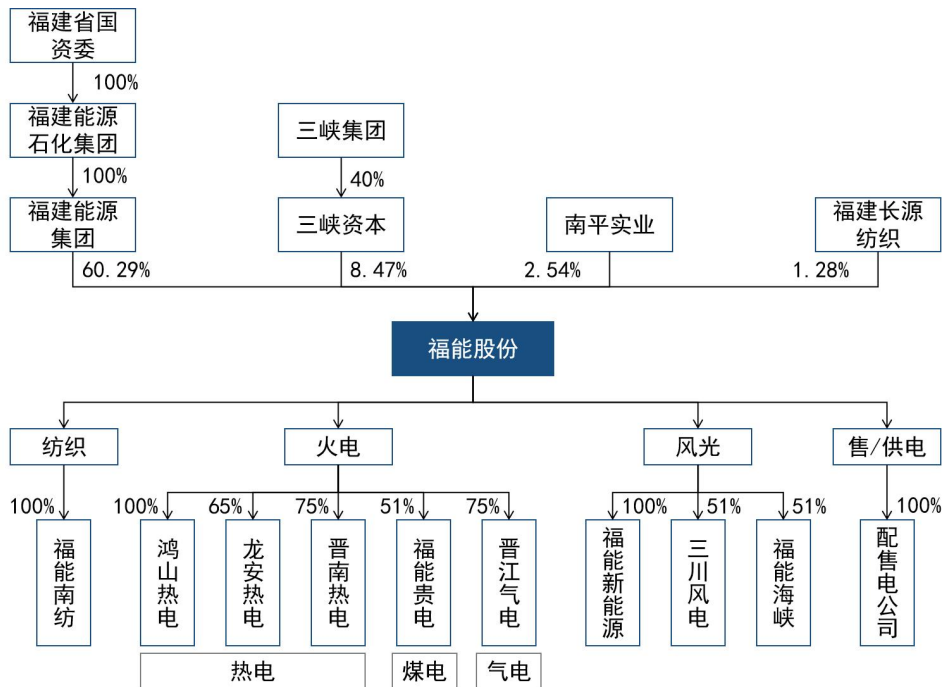
相关研究报告

福建福能股份有限公司原为福建南纺股份有限公司，系福建能源集团控股的上市公司。公司于 2004 年 5 月在上交所挂牌上市，此后于 2014 年进行重大资产重组，收购福能集团旗下鸿山热电、福能新能源和晋江气电 100%、100%、75% 股权，更名为“福建福能股份有限公司”。2015 年，福建能源集团与三峡集团开始共同开发福建省海上风电项目，公司开始发展新能源发电业务。截至 2022 年底，公司控股运营总装机规模 599.33 万千瓦，其中：风力发电 180.90 万千瓦，占比 30.18%；天然气发电 152.80 万千瓦，占比 25.50%；热电联产 129.61 万千瓦，占比 21.63%；燃煤纯凝发电 132.00 万千瓦，占比 22.02%；光伏发电 4.02 万千瓦，占比 0.67%。

控股股东为福建能源集团，福建省内资源获取竞争力强。截止 2022 年底，公司实际控制人为福建省国资委，控股股东为福建能源集团，持有公司 60.29% 的股权。公司作为福建省属企业，在福建省内获取风光新能源项目资源具有相对优势。

福能股份与三峡能源携手并进，共同开发福建省内海上风电项目。三峡集团持有福能股份 3.39% 的股权，并且双方子公司交叉持股，三峡集团在福建省发展海风项目的子公司海峡发电，福能股份拥有其 35% 股权，同时海峡发电又分别持有福能股份子公司福能海峡、三川风电 49% 和 39% 的股权。福能股份是三峡能源发展福建省海上风电的重要合作伙伴，在福清兴化湾、长乐外海、漳浦六鳌、莆田平海湾、平潭外海等地一同建设海上风电项目。

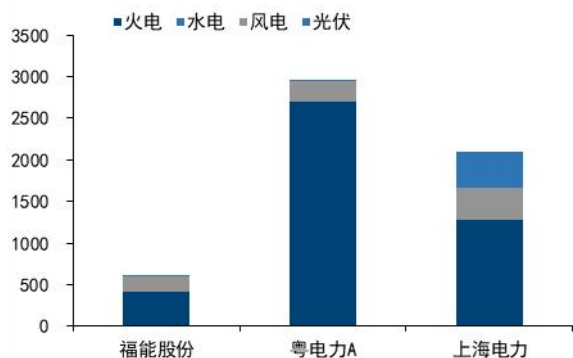
图 1: 福能股份股权结构图



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

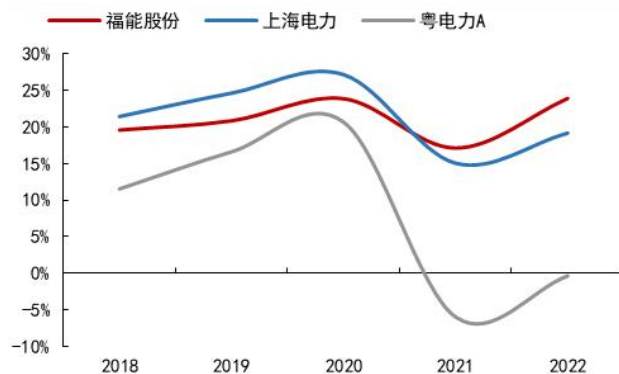
公司风光新能源装机占比有待进一步提升，盈利能力相对较强。大型区域化的电力公司有粤电力 A、上海电力、福能股份，目前各公司均大力发展风光新能源项目。从风光新能源装机占比来看，截至 2022 年，粤电力 A、上海电力、福能股份的风光新能源累计装机容量分别为 2.52、8.19、1.85GW，在总装机容量中占比分别为 8.52%、39.17%、30.85%。从毛利率、净利率、ROE 等指标来看，公司略好于可比公司，原因在于公司火电项目管理较好，燃料成本控制情况较好，同时公司风电项目自然资源较为优质，项目盈利性较好。

图2: 2022年福能股份与可比公司装机容量(万千瓦)



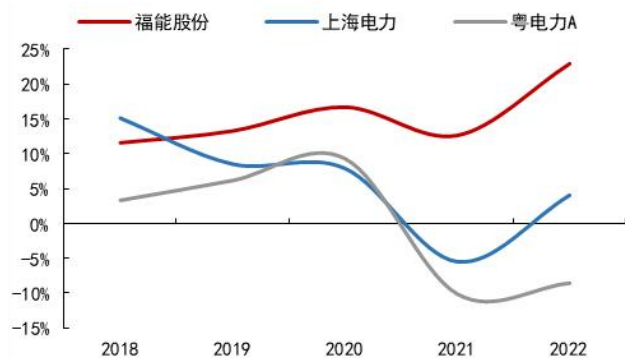
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 福能股份与可比公司毛利率比较



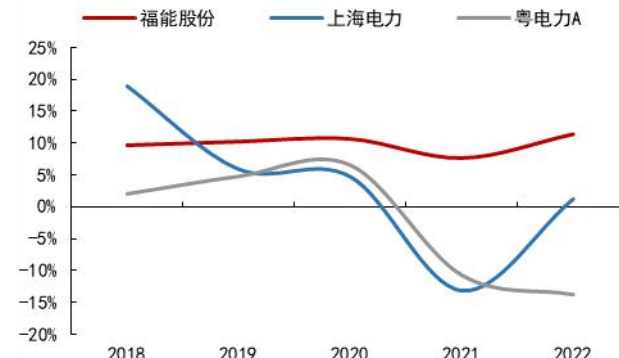
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 福能股份与可比公司净利率比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 福能股份与可比公司ROE比较

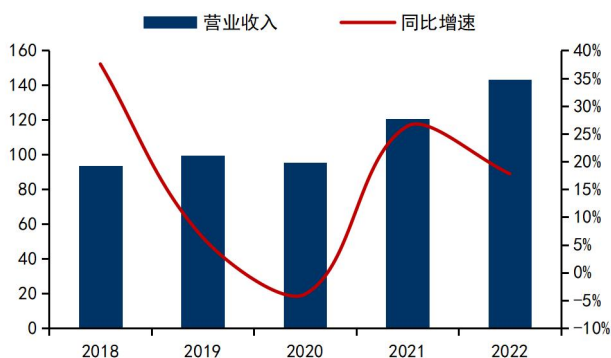


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

收入稳步增长, 净利润大幅上升。2022年, 公司实现营业收入143.18亿元(+17.79%), 归母净利润25.93亿元(+90.79%), 扣非归母净利润25.79亿元(+91.53%)。公司收入和归母净利润增长主要系发电量增加以及电价上升所致。2022年, 公司累计完成合并报表口径发电量223.36亿千瓦时, 同比增加14.15%; 完成上网电量212.37亿千瓦时, 同比增加14.46%。

海上风电发电量大幅增加。分不同电源来看, 2022年, 公司煤电发电量138.66亿千瓦时, 同比增加6.73%; 气电发电量26.94亿千瓦时, 同比减少14.54%; 陆上风电发电量27.03亿千瓦时, 同比增加10.24%; 海上风电发电量30.25亿千瓦时, 同比增加227.98%; 光伏发电量0.48亿千瓦时, 同比减少3.61%。

图6: 福能股份营业收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

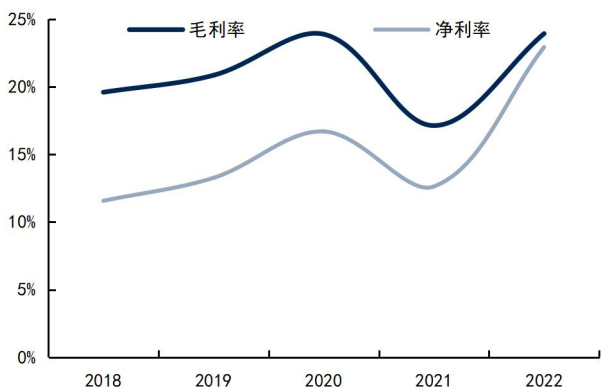
图7: 福能股份归母净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

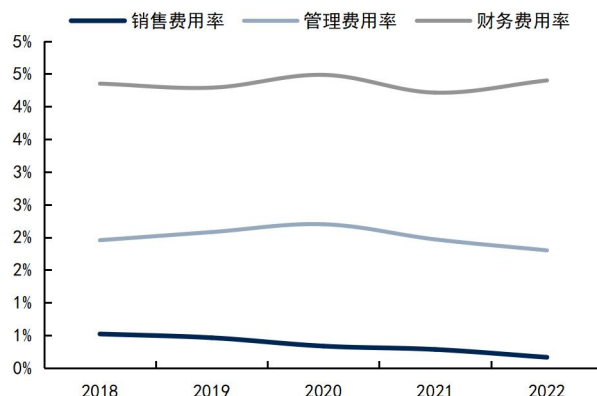
毛利率、净利率增长, 费用率小幅下降。2022年, 公司毛利率为 23.93%, 同比增加 6.80pct, 主要系发电量增加以及电价上涨影响所致。费用率方面, 公司管理费用率为 1.80%, 同比下降 0.17pct; 财务费用率为 4.40%, 同比增加 0.19pct。净利率方面, 公司净利率为 22.93%, 同比增加 10.30pct, 主要受火电盈利修复以及海上风电发电量增加所致。

图8: 福能股份毛利率、净利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

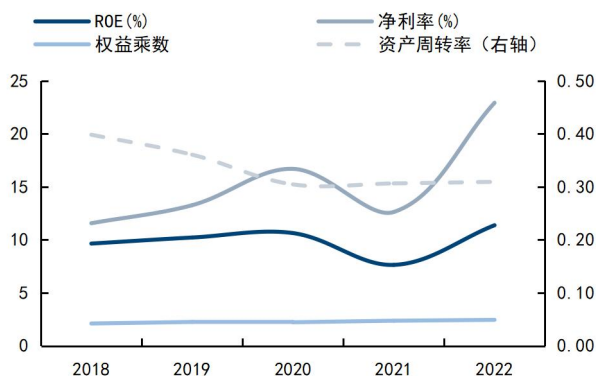
图9: 福能股份三项费用率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

ROE 上升, 经营性净现金流增加。2022年, 公司 ROE 为 11.38%, 同比增加 3.74pct, 主要系公司净利率大幅上升影响所致。现金流方面, 2022年, 公司经营性净现金流为 32.77 亿元, 同比增加 41.71%, 主要系公司 2022 年销售商品、提供劳务收到的现金以及收到的税费返还同比增加。

图10: 福能股份 ROE 及杜邦分析



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 福能股份现金流情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

供电、供热价格上调，煤价下行，火电业绩有望持续改善。国家政策推动煤炭保供调价，煤炭长协覆盖率、执行率和履约率提升，公司于2023年2月与能化集团及其子公司签订《煤炭购销框架协议》，拟于2023年购买煤炭不超过500万吨，公司借助与能源集团、福能物流和能化集团等关联方在煤炭资源和采购供应方面的专业优势，保障燃料供应，预计公司火电燃料成本有望下行；同时，受供需格局影响，预计未来下水煤价格有望下降，促进公司火电盈利改善。此外，煤电市场化交易电价上浮，对冲燃料成本压力。预计未来在煤炭价格持续下降、电价上浮和长协覆盖率提升的趋势下，公司煤电业绩将受益，盈利实现进一步修复。

公司海上风电项目资源优势明显。2022年上半年福建省风电平均利用小时数1599小时，居全国第一。2022年，全国6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3687小时，其中并网风电2221小时，公司风电平均利用小时数达3167小时，较全国风电平均利用小时数高出946小时，利用小时数优势明显。

公司与三峡集团战略合作，共同开发福建海风资源。三峡集团积极发展风光发电，海上风电经验丰富，技术水平领先行业。公司2015年与三峡集团开始合作，在创新海风技术、生产海风装备、风机运维以及人才培养全产业链上积极探索。福能股份与三峡集团交叉持股，有利于加强合作共同开发福建海风资源，推动福建海上风电的发展，成长优势显著。

海上风电装机规模有望持续增加，促进公司业绩上行。《福建省“十四五”能源发展专项规划》提出，“十四五”期间有序择优推进《福建省海上风电场工程规划》内省管海域海上风电项目建设，新增开发规模1030万千瓦。公司作为福建省属企业，在福建省内项目资源获取能力较强，未来或有望持续获取海上风电项目，而受海上风电大型化、施工成本下降等因素影响，平价上网趋势下海上风电项目收益率有望提升。

盈利预测

假设前提

公司火电业务受益于市场化交易电价上浮、长协覆盖率提升以及煤价下行，盈利有望进一步修复。风光新能源业务方面，福建省海上风电项目资源优质，公司存量风电项目盈利性较好；同时，福建省“十四五”期间将持续推进海上风电项目资源开发，公司作为福建省属企业，在福建省内获取项目资源能力较强，未来有望新获优质海上风电项目资源，实现业绩持续增长。

我们的盈利预测基于以下假设条件：

火电：根据公司发展规划和项目资源储备情况，预计未来公司无新增火电装机，公司火电装机规模保持稳定。利用小时数方面，参考公司过往项目利用小时数情况以及考虑疫情、社会经济发展等因素，假设 2023-2025 年公司热电联产利用小时数均为 6050 小时，天然气发电利用小时数分别为 1800/1850/1850 小时，燃煤纯凝发电利用小时数分别为 4600/4650/4650 小时。电价方面，考虑到煤电市场化交易电价上浮以及公司天然气发电电价调整政策等因素影响，假设 2023-2025 年公司热电联产上网电价均为 0.47 元/kwh，天然气发电上网电价均为 0.59 元/kwh，燃煤纯凝发电上网电价均为 0.41 元/kwh。

风光新能源：未来公司将持续推进海上风电项目资源开发，但考虑到海上风电项目建设周期较长以及公司项目建设节奏，预计 2023-2025 年期间公司新增海上风电装机容量分别为 0/0/50 万千瓦。利用小时数方面，参考公司过往的利用小时数情况，假设 2023-2025 年陆上风电利用小时数分别为 2968/2950/2900 小时，海上风电利用小时数分别为 3500/3500/3500 小时。电价方面，未来新增风光新能源将实行平价上网，取福建省燃煤基准电价 0.39 元/kwh。

供热业务：参考公司过往供热业务发展情况以及考虑疫情、下游等因素，假设 2023-2025 年公司供热量分别为 960/1037/1099 万吨；单吨收入方面，则参考过往供热单吨收入情况，假设 2023-2025 年公司单吨供热收入均为 225 元。

纺织业务：纺织行业较为成熟，预计公司纺织业务将保持稳定发展态势，假设 2023-2025 年公司纺织业务的收入增长率分别为 2%/2%/1%。

综合以上假设，预计 2023-2025 年公司实现营业收入分别为 147.8/150.9/156.0 亿元，增长率分别为 3.2%/2.1%/3.4%。成本方面，主要考虑煤炭价格变化趋势、风光新能源项目投资成本等因素进行假设。同时销售费用率、研发费用率、管理费用率、所得税率较为稳定，参考公司过往水平进行设定。

表1：公司电力业务收入测算

	2022	2023E	2024E	2025E
火电				
装机规模（万千瓦）				
热电联产	129.6	129.6	129.6	129.6
天然气发电	152.8	152.8	152.8	152.8
燃煤纯凝发电	132.0	132.0	132.0	132.0
发电量（亿千瓦时）				
热电联产	73.54	73.55	73.55	73.55
天然气发电	26.35	26.91	27.66	27.66
燃煤纯凝发电	55.86	56.32	56.93	56.93
上网电价（元/kwh）				
热电联产	0.47	0.47	0.47	0.47
天然气发电	0.59	0.59	0.59	0.59
燃煤纯凝发电	0.41	0.41	0.41	0.41
营业收入（亿元）	77.22	73.21	73.87	73.87
毛利率	4.6%	11.6%	14.0%	14.4%
风电				
装机规模（万千瓦）	180.9	180.9	180.9	230.9
发电量（亿千瓦时）	57.3	58.3	58.3	66.6
上网电价（元/kwh）	0.64	0.73	0.73	0.68
营业收入（亿元）	35.68	41.51	41.51	44.62
毛利率	71.1%	71.6%	71.6%	69.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表2：公司未来三年业绩测算表（百万元）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	14318	14782	15091	15602
营业成本	10891	10131	10015	10327
销售费用	23	24	25	26
管理费用	258	271	276	284
财务费用	630	506	467	448
营业利润	3614	4368	4823	5061
利润总额	3623	4393	4848	5086
归属于母公司净利润	2593	2898	3198	3356
EPS	1.33	1.48	1.64	1.72
ROE	13.0%	13.9%	14.7%	14.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

可比公司的选择：公司为福建省主要电力企业，未来将大力发展风光新能源发电。选取从火电积极转型发展风光新能源的国电电力、上海电力、粤电力 A 电作为可比公司。

投资建议：我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 147.8/150.9/156.0 亿元，增长率分别为 3.2%/2.1%/3.4%；归母净利润分别为 28.9/32.0/33.6 亿元，同比增长 11.8%/10.4%/4.9%；EPS 为 1.48/1.64/1.72 元，当前股价对应 PE 为 8.3/7.5/7.1x。公司火电业务盈利修复有望持续，且海上风电装机规模有望持续增长，贡献业绩增量。给予公司 2023 年 9-10 倍 PE，对应合理市值为 261-290 亿元，对应 13.34-14.82 元/股合理价值，较目前股价有 9%-21%的溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				投资评级
			亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
600021.SH	上海电力	10.20	287	0.11	0.94	1.17	1.38	93	11	9	7	买入	
000539.SZ	粤电力 A	6.47	340	-0.57	0.39	0.56	0.77	-11	17	12	8	买入	
600795.SH	国电电力	3.88	692	0.16	0.41	0.49	0.57	24	9	8	7	买入	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

估值的风险

我们采取相对估值方法计算得出公司的合理估值在 13.34-14.82 元/股之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年的业务成本和业务收入加入了很多个人的判断：

1、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2023 年 PE 水平作为相对估值的参考，同时考虑公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正。

2、新能源建设具有一定不确定性，如光伏组件价格持续高位、风电资源竞争激烈等，公司新能源装机规模增速可能不及预期。

3、随着电力市场化交易不断推进，新能源电力的不稳定性导致在电力市场化交易中相较传统能源具备一定劣势，因此存在电价大幅下跌的风险。同时市场上也在推进新能源配储能的进程，一定程度上将给新能源的建设成本增加压力，也有可能造成新能源装机进展不及预期。

盈利预测的风险

在对公司火电业务和新能源项目未来盈利预测中，我们设定了很多参数，这些参数为基于历史数据及对未来变化的个人判断：

- 1、若国家从煤炭供给侧对电力运营上游进行调控，电力市场化推进不及预期可能导致电价的上浮不及预期；
- 2、若新能源当年来风、光照条件较差，可能影响公司当年新能源业务的业绩。
- 3、新能源建设具有一定不确定性，如光伏组件价格持续高位、风电资源竞争激烈等，公司新能源装机规模增速可能不及预期。
- 4、煤炭价格持续高位，国家发改委于 2022 年 2 月发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，给出秦皇岛港下水煤（5500 千卡）中长期交易价格在合理区间 570~770 元/吨（含税），但煤炭市场存在不确定性，有可能出现燃料价格下跌不及预期的情况。

经营及其它风险

- 1、电价波动风险。上网电价是影响公司盈利能力的重要因素。我国发电企业上网电价受到政府的严格监管，未来随着电力改革的深入及竞价上网的实施，可能导致公司的上网电价水平发生变化，这将可能影响公司的盈利水平。
- 2、电力系统改革影响收益风险。根据《电力并网运行管理规定》，按照“谁受益、谁承担”的原则，用户要承担必要的辅助服务费用或按照贡献获得相应的经济补偿。随着新能源渗透率的提高，辅助服务费用的分摊或将上升，影响新能源收益。
- 3、政策风险。随着对新能源与传统能源公平竞争的互生越来越大，新能源配比储能将大大增加成本，从而影响新能源盈利不及预期。
- 4、宏观经济下行风险。若宏观经济下行，将可能会影响电力消费需求，导致电力消纳不及预期；同时，电力供需格局偏松，将可能导致电价下行，影响公司收入和净利润水平。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2915	3972	4585	6591	7653	营业收入	12077	14318	14782	15091	15602
应收款项	3026	4631	4781	4514	4920	营业成本	10008	10891	10131	10015	10327
存货净额	529	696	616	598	640	营业税金及附加	76	83	85	87	90
其他流动资产	703	505	699	708	674	销售费用	34	23	24	25	26
流动资产合计	7173	9804	10681	12412	13886	管理费用	238	258	271	276	284
固定资产	25832	27850	26641	27333	29049	研发费用	71	108	74	75	78
无形资产及其他	471	469	446	422	399	财务费用	509	630	506	467	448
投资性房地产	2924	1635	1635	1635	1635	投资收益	547	1300	775	775	775
长期股权投资	7585	8769	9069	9369	9669	资产减值及公允价值变动	(62)	(98)	(98)	(98)	(63)
资产总计	43985	48527	48472	51171	54637	其他收入	6	(21)	(74)	(75)	(78)
短期借款及交易性金融负债	2970	4456	3155	3527	3713	营业利润	1702	3614	4368	4823	5061
应付款项	2720	3666	3515	3462	3570	营业外净收支	(31)	10	25	25	25
其他流动负债	476	461	443	437	451	利润总额	1672	3623	4393	4848	5086
流动负债合计	6165	8584	7114	7427	7733	所得税费用	146	341	659	727	763
长期借款及应付债券	15321	14529	14579	15579	17079	少数股东损益	257	689	836	922	968
其他长期负债	934	889	1134	1368	1512	归属于母公司净利润	1268	2593	2898	3198	3356
长期负债合计	16255	15418	15713	16947	18592	现金流量表 (百万元)					
负债合计	22421	24002	22827	24374	26325	净利润	1268	2593	2898	3198	3356
少数股东权益	3875	4542	4793	5051	5390	资产减值准备	(150)	36	(3)	(2)	0
股东权益	17689	19982	20852	21746	22922	折旧摊销	1276	1596	1231	1252	1292
负债和股东权益总计	43985	48527	48472	51171	54637	公允价值变动损失	62	98	98	98	63
关键财务与估值指标						财务费用	509	630	506	467	448
每股收益	0.65	1.33	1.48	1.64	1.72	营运资本变动	(332)	640	(182)	448	(147)
每股红利	0.61	0.70	1.04	1.18	1.11	其它	167	290	254	260	339
每股净资产	9.05	10.22	10.67	11.12	11.73	经营活动现金流	2291	5252	4296	5254	4903
ROIC	3.80%	6.33%	9%	11%	11%	资本开支	0	(3535)	(104)	(2015)	(3048)
ROE	7.17%	13.0%	13.9%	14.7%	14.6%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	17%	24%	31%	34%	34%	投资活动现金流	(598)	(4719)	(404)	(2315)	(3348)
EBIT Margin	14%	21%	28%	31%	31%	权益性融资	(0)	186	0	0	0
EBITDA Margin	24%	32%	37%	39%	39%	负债净变化	6901	(828)	50	1000	1500
收入增长	26%	19%	3%	2%	3%	支付股利、利息	(1184)	(1369)	(2029)	(2304)	(2179)
净利润增长率	-15%	104%	12%	10%	5%	其它融资现金流	(12313)	4732	(1300)	372	186
资产负债率	60%	59%	57%	58%	58%	融资活动现金流	(878)	524	(3279)	(932)	(494)
股息率	4.9%	5.7%	8.5%	9.6%	9.1%	现金净变动	814	1057	613	2006	1061
P/E	18.9	9.2	8.3	7.5	7.1	货币资金的期初余额	2101	2915	3972	4585	6591
P/B	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0	货币资金的期末余额	2915	3972	4585	6591	7653
EV/EBITDA	15.9	10.5	8.6	8.2	8.3	企业自由现金流	0	1378	4513	3605	2175
						权益自由现金流	0	5281	2832	4580	3479

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，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，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032