

增持 (首次)

浙能电力 (600023)

沿海火电系列——盈利能力突出，成本结构优化加速拐点到来

2023年4月1日

市场数据

日期	2023/3/31
收盘价(元)	3.58
总股本(百万股)	13,409
流通股本(百万股)	13,409
净资产(百万元)	63,338
总资产(百万元)	120,484
每股净资产(元)	4.72

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

分析师:

蔡屹

cai yi@xyzq.com.cn

S0190518030002

投资要点

- **概况:** 浙能电力为浙能集团旗下的电力资产整合平台, 主营煤电、气电, 辅
以核电项目长期股权投资, 构成公司主体资产架构。公司实控人为省国资委,
华能集团为其第二大股东。截至2021年底, 公司管理、控股煤电、气电装机
容量分别为28.88、4.03GW, 绝大部分资产位于浙江境内, 控股火电占省内
统调火电机组容量的近50%。历史上, 公司盈利能力始终居于火电企业上游,
且资产负债率较低(2022Q3为43%), 其核心支撑一方面为核电股权投资所
带来的收益稳定, 另一方面在于资产所在区位物流条件便利且电力负荷较强。
- **成本端: 进口煤、长协煤预计迎来双放量。** 得益于省内良港较多, 公司煤炭
物流以海运为主, 并在秦港、曹妃甸港均设有煤炭接驳位, 故煤源结构以北
方港下水煤与进口煤为主。2021-2022年期间公司火电成本大幅上行, 其中
2021年公司火电度电成本为0.446元/度, 同比+0.145元/度, 导致公司2021
年盈利大幅下行, 并出现首次亏损, 其影响因素主要为国内煤价大幅上行与
海外煤供应受阻。边际上, 因印尼与澳洲电煤供应陆续恢复常态, 其中浙江
省2023年1-2月进口煤量同比+97.3%, 并已高于2020年水平, 叠加进口煤
价格优势重新确立, 我们认为进口供应释放对于公司煤源结构会形成改善,
此外伴随着全国范围内动力煤长协覆盖比例的提高, 公司成本中枢有望同比
大幅修复。
- **量价端: 省内现货交易机制或将出台并提高电价成本疏导能力, 电量预计迎
来修复。** 浙江省为电力输入大省, 省内需求旺盛, 电力供需趋紧, 且省内主
要电源装机为火电。2022年5月以来浙江省内电力现货规则已两次发布征求
意见稿, 现货市场试点建设有望提速, 同时现货价格涨跌幅不受限制, 因此
具备更强的成本疏导能力。此外, 2022年浙江省用电量增速受损严重, 伴随
经济回暖, 用电量同样将得到一定程度的修复。
- **投资建议:** 作为浙江省属电力企业, 因火电的修复预期加深与核电支撑业绩
的安全边际, 我们认为公司盈利弹性有望释放, 且现金流与资本结构方面的
优势将为公司带来发展综合能源平台的灵活性。基于此, 我们预期公司
2022-2024年归母净利润为-19.84、53.15、63.40亿元, 分别同比-131.9%、扭
亏为盈、+19.3%, 对应3月31日收盘价的PE估值分别为-24.5x、9.2x、7.7x。
- **风险提示:** 浙江省用电需求不及预期、能源价格回升、进口煤量不及预期

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	71073	84495	85696	90721
同比增长	37.5%	18.9%	1.4%	5.9%
归母净利润(百万元)	-855	-1984	5315	6340
同比增长	-114.1%	-131.9%	/	19.3%
毛利率	-2.1%	-3.9%	8.7%	10.0%
ROE	-1.3%	-3.2%	7.9%	8.9%
每股收益(元)	-0.06	-0.15	0.39	0.47
市盈率	-56.9	-24.5	9.2	7.7

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

公司概况：火电主营与核电投资贡献盈利双曲线，现金流优势赋予高成长空间

浙能电力为浙江能源集团旗下的传统电力资产整合平台，主营煤电、气电，辅以核电项目长期股权投资组成公司主体资产架构。公司前身成立于1985年6月，先后经历全民所有制企业（浙江省电力开发公司）、有限责任公司（浙江省电力开发有限公司）、股份有限公司（浙能电力）三个发展阶段，于2013年12月登陆上交所上市。其电力资产主体位于浙江省内，其余少量机组位于新疆、宁夏等地；作为浙江省内规模最大的发电企业，目前控股火电装机占省统调火电机组规模约50%。

实控人为省国资委，华能集团为公司第二大股东。公司控股股东为浙能集团，实控人为浙江省国资委。截止2022Q3末，浙能集团直接持股69.45%，通过浙能兴源间接持股3.73%，合计控制公司73.18%股权。此外，华能集团持有公司4.27%的股权，为公司第二大股东。

图 1、公司股权结构：截止 2022Q3 末，浙能集团合计控股 73.18%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资产概况：

截止2021年底，公司管理及控股装机容量共33.07GW，其中，燃煤机组规模为28.88GW，同比+4.4%，占总装机容量87.3%，燃气机组规模为4.03GW，占总装机容量12.18%。此外，公司煤电装机体量预计在十四五期间呈现小幅增长态势，当前在建项目为乐清三期（2*100万千瓦），计划于2023年迎峰度夏期间投产，核准项目为舟山六横二期（2*100万千瓦）首台机组或于2024年底建成投产。

图 2、公司控股及受托管理电力资产布局



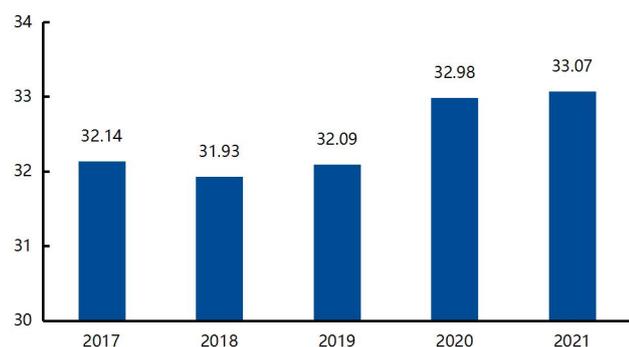
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、公司全资及控股火电企业梳理

分类	省份	电厂	类型	持股比例 (%)	2022 年发电量 (亿度)	2022 年上网电量 (亿度)	装机容量 (万千瓦)	装机明细 (万千瓦)	投产年份
火电	浙江	台州发电厂		100	78.19	72.18	136.00		
		浙江浙能北仑发电有限公司		51	115.21	108.36	198.00	3*66	2000
		浙江浙能长兴发电有限公司 (一期)		95	74.84	69.95	132.00	2*33	2003
		浙江浙能长兴发电有限公司 (二期)						2*33	2006
		浙江浙能嘉华发电有限公司 (一期)		77	240.30	227.39	464.00	4*66	2004
		浙江浙能嘉华发电有限公司 (二期)						2*100	2011
		浙江浙能嘉兴发电有限公司		70	35.61	33.46	66.00	2*33	1995
		浙江浙能温州发电有限公司		66.98	112.42	106.42	198.00	2*66+2*33	2015
		浙江浙能镇海发电有限责任公司	燃煤	51	70.54	66.90	132.00	2*66	2020
		浙江浙能镇海联合发电有限公司	煤	45	4.01	3.93	34.40		2012
		浙江浙能台州第二发电有限责任公司		94	114.45	108.86	210.00		2015
		浙江浙能乐清发电有限责任公司 (一期)		51.94	138.76	131.49	264.00	2*66	2008
		浙江浙能乐清发电有限责任公司 (二期)						2*66	2010
		浙江浙能兰溪发电有限责任公司		97	142.73	134.94	264.00	4*66	2007
		浙江浙能绍兴滨海热电有限责任公司 (一期)						2*30	2011
		浙江浙能绍兴滨海热电有限责任公司 (二期)		88	46.71	41.61	88.50	4*5.7	2018
		浙江浙能绍兴滨海热电有限责任公司 (三期)						5.7	2021
	浙江浙能中煤舟山煤电有限责任公司		63	120.85	115.42	206.00	2*103	2014	
	台州临港热电有限公司		51	1.38	1.09	3.00	2*1.5		
	安徽	浙江	萧山发电厂 (天然气机组) (二期)		100	18.48	18.02	122.60	2*40.24
萧山发电厂 (天然气机组) (三期)							42.12	2012	
浙江浙能镇海天然气发电有限责任公司			燃气	51	17.10	16.78	78.90		2007
浙江浙能镇海燃气热电有限责任公司				60	9.83	9.49	68.10		2014
浙江浙能常山天然气发电有限公司				100	7.50	7.37	45.80		2014
浙江浙能金华燃机发电有限责任公司				100	2.80	2.73	17.50		2015
淮浙电力有限责任公司凤台发电分公司 (二期)			燃煤	51	71.94	69.42	132.00	2*66	2013
浙能新疆阿克苏热电有限公司			燃煤	100	31.59	29.77	70.00	2*35	2017
宁夏		宁夏枣泉发电有限责任公司	燃煤	51	63.03	59.82	132.00	2*66	2017
火电小计					1,518.27	1,435.40	3,062.80		

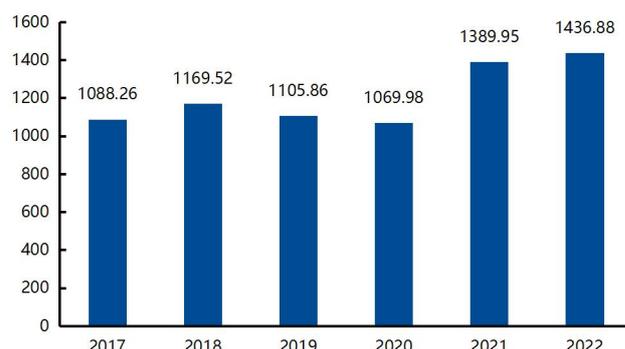
资料来源：Wind，公司公告，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司装机量概览 (GW)



资料来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司火电上网电量概览 (亿度)



资料来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

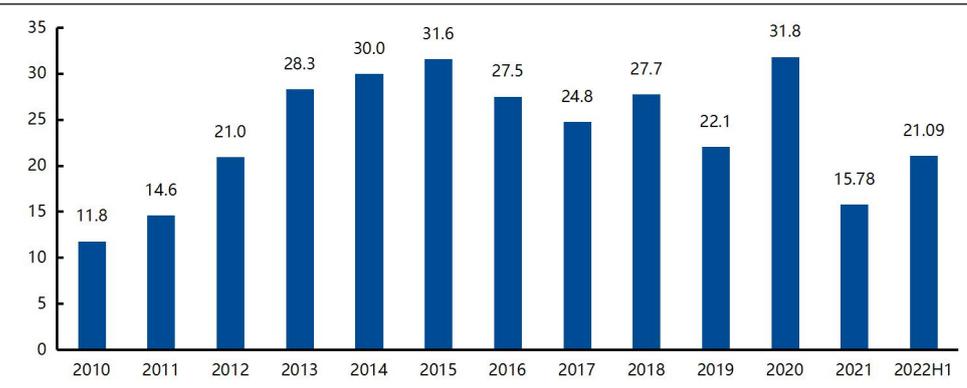
投资收益为公司利润第二来源, 核电项目增强其收益稳定性。公司通过参股核电、火电等多个企业, 常年获取可观收益, 2012-2020 年维持于 20 亿元以上。在 2021 年火电业务大幅亏损背景下, 公司投资收益实现 15.78 亿元, 核心源于参股核电企业较为稳定的业绩, 其中秦山核电、核电秦山联营、三门核电、中国核电、秦山三核贡献收益共计 14.15 亿元。此外, 得益于投资收益增厚业绩, 公司净利率水平较其他地方火电国企具备明显优势。

表 2、公司重要参股企业梳理

参股企业	业务	持股比例 (%)	2021 年末总资产 (亿元)	2021 年末净资产 (亿元)	净利润 (亿元)			投资收益 (亿元)			
					2019	2020	2021	2019	2020	2021	2022H1
秦山核电	核电	28%	247.10	80.41	18.74	12.91	15.98	5.25	3.62	4.48	2.61
核电秦山联营		20%	159.11	94.97	19.31	19.80	17.85	3.86	3.96	3.57	2.67
三门核电		20%	613.97	139.72	(8.74)	14.41	14.47	(1.75)	2.88	2.89	1.32
中国核电		2.55%	4096.21	1252.78	46.13	59.95	80.38	0.37	1.27	1.73	1.22
秦山第三核电		10%	119.63	68.22	13.11	15.84	14.80	1.31	1.58	1.48	0.74
核电合计								9.04	13.31	14.15	8.56
淮浙煤电	火电	49.57%	64.34	28.12	2.12	7.01	2.44	1.06	3.51	1.47	3.21
宁海发电		40%	79.32	50.75	8.76	7.84	1.93	3.51	3.14	0.77	2.03
北仑第三发电		40%	28.42	24.10	4.31	5.95	3.10	1.73	2.38	1.24	1.56
火电合计								6.29	9.03	3.48	6.79

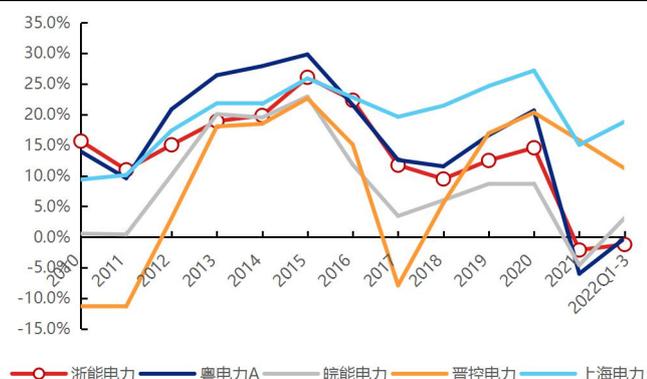
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、公司投资收益概览（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、可比公司毛利率对比



资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、可比公司净利率对比

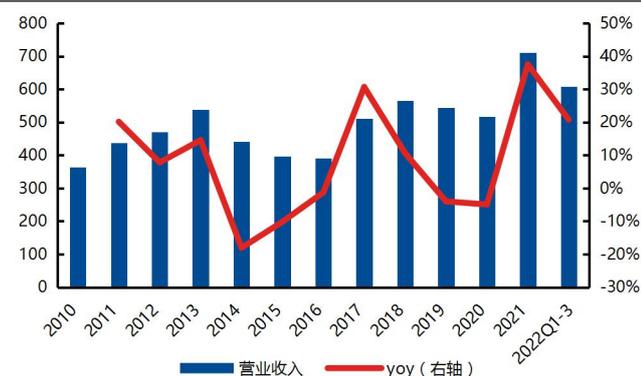


资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 财务概况：

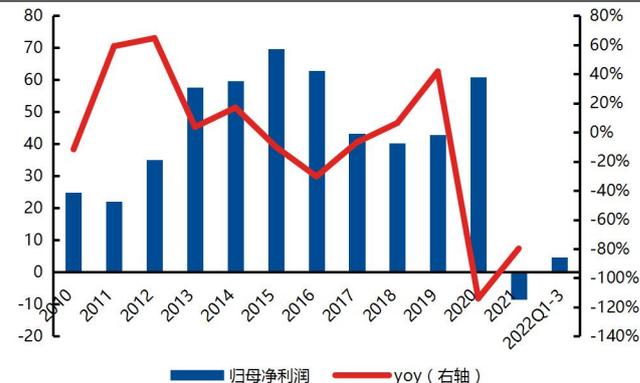
公司资产负债率明显低于同业，上市以来历史最高值为 53%，且 2015-2021 年维持 40% 以下；截止 2022Q3 末，公司资产负债率为 41%，较晋控电力/粤电力 A/上海电力/皖能电力/江苏国信分别低 40%/34%/34%/20%/11%。公司现金流亦具备明显优势，现金余额维持 100 亿元以上，截止 2022Q3 末，期末现金余额较皖能电力/晋控电力/上海电力/江苏国信/粤电力 A 分别高 126/90/63/50/22 亿元。充裕的现金流及资金开发空间或赋予公司主营业务、投资项目及股东分红较高成长性。

图 8、公司营业收入概览（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、公司归母净利润概览（亿元）



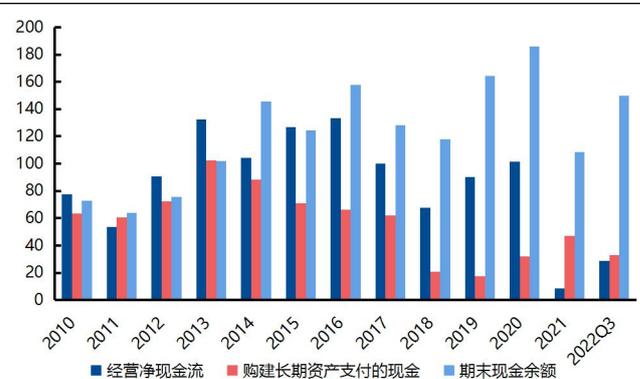
资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公司杠杆率概况



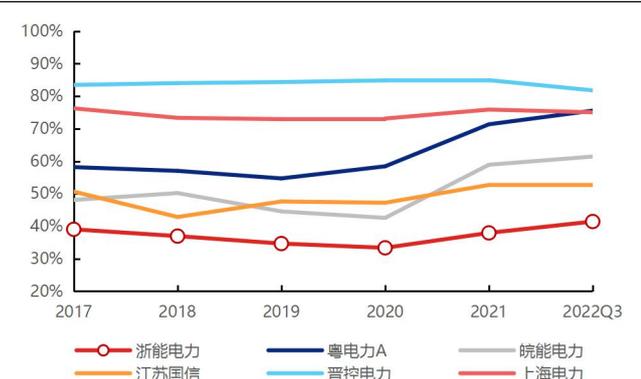
资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、公司现金流概况（亿元）



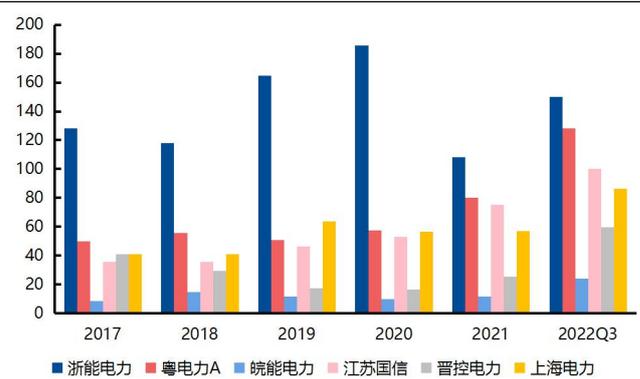
资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、可比公司杠杆率对比



资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、可比公司现金余额对比（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、公司现金分红概况 (亿元)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

成本端: 港口资源丰富, 进口煤量增价降有望带动业绩修复

浙能集团煤炭运输资源丰富, 在秦皇岛、曹妃甸等港口拥有专用场地及泊位, 年中转量超 5000 万吨; 同时在浙江省内具备煤炭专用码头 33 个, 煤炭接卸能力 6200 万吨, 其中舟山的浙能煤电码头为华东地区最大的煤炭进口、储备、中转基地, 设计年吞吐量 3000 万吨。公司业务聚集于浙江省, 得益于集团丰富的港口配置, 煤炭主要依靠下水煤与进口煤。

图 15、浙江省港口地图



资料来源: 浙江海港集团官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、公司火电度电成本 (元/度)

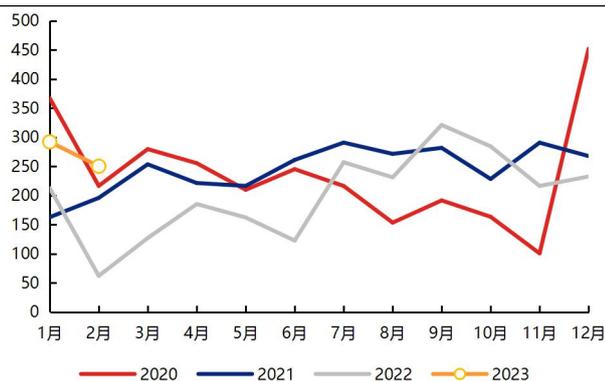


资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

备注: 2017 年及以前为火电度电燃料成本, 2018-2021 年为火电度电燃料&备件成本

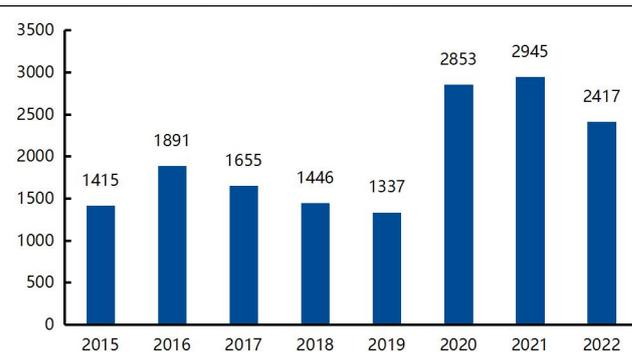
2023 年进口煤量修复及价格优势确认有望带来成本结构改善。受 2021 年以来澳洲外贸限制、2022Q1 印尼煤炭出口禁令影响, 浙江省 2022 年全年煤炭进口 2417 万吨, 同比-17.9%; 进入 2023 年, 随着澳、印两国政策障碍消除, 1-2 月浙江省煤炭进口规模达 543 万吨, 同比+97.3%, 沿海电厂电煤供应紧缺态势有望显著缓解。此外, 当前进口煤较国内现货煤的价格优势已经确立, 量增与价降有望改善公司火电业务成本结构、双重提振电厂盈利水平。

图 17、浙江省月度进口煤炭规模（万吨）



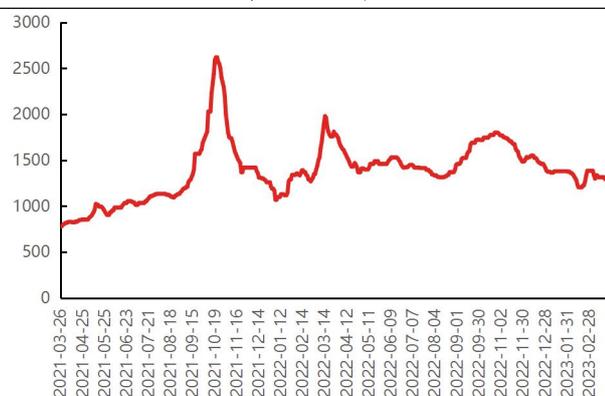
资料来源：CCTD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、浙江省年度进口煤炭规模（万吨）



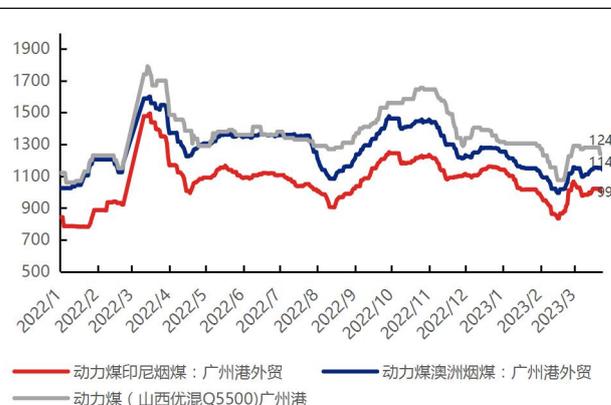
资料来源：CCTD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、国内 5500 大卡现货煤宁波港到港价（元/吨）



资料来源：CCTD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、进口煤较国内现货煤具备价格优势（元/吨）

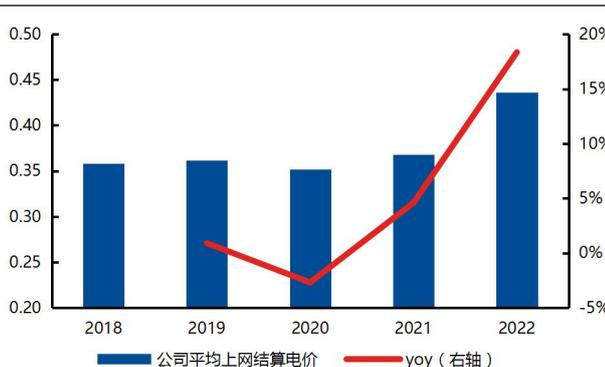


资料来源：百川盈孚，兴业证券经济与金融研究院整理

电价端：省内供电形势趋紧背景下，现货机制或进一步抬升电价弹性

2021 年 10 月，浙江省发改委发布《关于调整我省目录销售电价有关事项的通知》，明确燃煤发电量原则上全部进入电力市场，并取消大工业和一般工商业及其他用电的目录电价机制；电力市场化改革及省内电力紧缺态势推动公司 2022 年平均上网电价升至 0.436 元/度，同比+18.4%。

图 21、公司平均上网电价（元/度，不含税）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、浙江省电网代理购电价格（元/度）



资料来源：北极星售电网，兴业证券经济与金融研究院整理

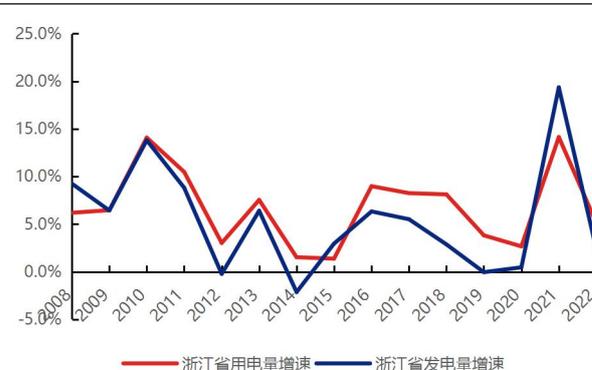
现货机制加快推进&电力缺口扩大，浙江省电价端弹性有望进一步释放。浙江省作为我国第一批现货市场建设试点，于2022年5月及2023年1月，两次征求《浙江电力现货市场基本规则（征求意见稿）》意见，明确各类价格机制，现货市场建设进程有望提速。此外，浙江作为电力输入大省，用电量提升带来电力缺口逐年扩大，大量电力需求依赖于西南地区水电供应，而省内电源以火电为主、公司火电发电量占比全省超50%，因此公司所承担的电力负荷主要受浙江用电与西南来水两方面因素共振影响。由于现货交易不受电价涨跌幅限制，且受电力供需关系影响较大，若夏季西南地区来水偏枯且省内需求旺盛，则火电负荷将快速提升，或为公司电价端带来较大弹性。

图 23、浙江省电源发电量结构



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、浙江省用电量增速&发电量增速对比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、浙江火电利用小时&全国水电利用小时对比 (小时)



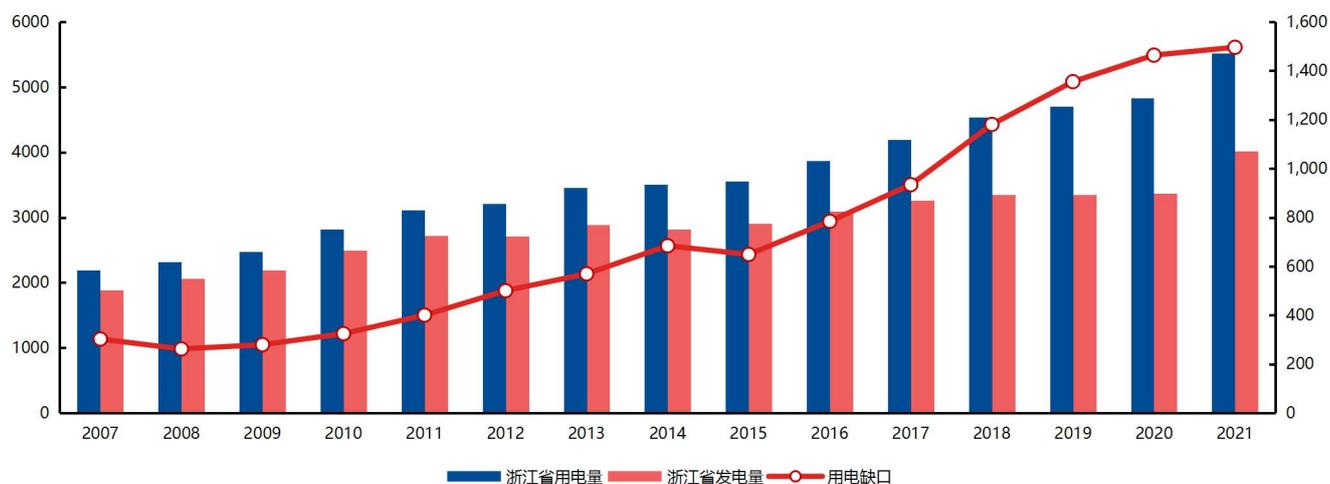
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、公司火电发电量占浙江省火电发电量比例



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、浙江省供电形势概览（亿度）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：用电缺口=浙江省用电量-浙江省发电量

盈利预测

公司具备火电成本端及电价端较强的业绩弹性，且现金流优势赋予未来充裕成长空间，我们预期公司 2022-2024 年归母净利润为-19.84、53.15、63.40 亿元，分别同比-131.9%、扭亏为盈、+19.3%，对应 3 月 31 日收盘价的 PE 估值分别为-24.5x、9.2x、7.7x。

表 3、浙能电力的电力业务预测表（亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	526.72	616.99	638.95	685.63
yoy	33.7%	17.1%	3.6%	7.3%
营业成本	559.82	677.60	582.37	616.55
yoy	69.04%	21.04%	-14.05%	5.87%
毛利润	-33.10	-60.61	56.59	69.08
毛利率	-6.3%	-9.8%	8.9%	10.1%

数据来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

表 4、公司与同业公司估值对比

公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB (MRQ)
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
浙能电力	480	-8.55	-19.84	53.15	63.40	-56.1	-24.2	9.0	7.6	0.76
宝新能源	132	8.24	1.80	18.28	18.44	16.0	73.1	7.2	7.1	1.17
皖能电力*	112	-13.37	4.65	9.38	12.01	-8.4	24.0	11.9	9.3	0.89
建投能源*	92	-22.10	0.73	4.27	6.50	-4.2	125.6	21.5	14.1	0.92
京能电力*	210	-31.11	7.52	12.33	17.80	-6.7	27.9	17.0	11.8	0.94

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：标*公司归母净利润预测采用 Wind 一致预期数据，总市值数据选自 2023 年 3 月 31 日收盘数据。

风险提示

浙江省用电需求不及预期、能源价格回升、进口煤量不及预期

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	27152	32661	31943	32474
货币资金	10864	14363	13897	13547
交易性金融资产	285	285	285	285
应收票据及应收账款	9337	10427	10736	11399
预付款项	646	904	816	828
存货	4329	5128	4650	4829
其他	1691	1554	1559	1587
非流动资产	88542	91831	98965	102377
长期股权投资	27015	29717	32688	35957
固定资产	46733	47820	51150	51381
在建工程	1847	2049	2774	2637
无形资产	2385	2385	2385	2385
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	335	335	335	335
其他	10226	9527	9632	9682
资产总计	115694	124493	130908	134852
流动负债	23097	34145	34532	33867
短期借款	9114	18361	19756	18777
应付票据及应付账款	8190	10366	9322	9616
其他	5793	5418	5454	5474
非流动负债	20809	20412	20317	20271
长期借款	18136	18136	18136	18136
其他	2673	2275	2181	2134
负债合计	43906	54556	54849	54138
股本	13601	13601	13601	13601
资本公积	24363	24363	24363	24363
未分配利润	18332	16517	21382	24528
少数股东权益	7856	7557	8373	9356
股东权益合计	71788	69936	76059	80714
负债及权益合计	115694	124493	130908	134852

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	-855	-1984	5315	6340
折旧和摊销	5775	5541	6444	7407
资产减值准备	18	-31	-6	8
资产处置损失	-89	-56	-62	-65
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	1155	0	0	0
投资损失	-1578	-3210	-3371	-3539
少数股东损益	-1145	-299	817	983
营运资金的变动	-1285	325	-840	-625
经营活动产生现金流量	846	757	8187	10461
投资活动产生现金流量	-5864	-7068	-10038	-7165
融资活动产生现金流量	-2711	9811	1386	-3647
现金净变动	-7726	3499	-466	-350
现金的期初余额	18566	10864	14363	13897
现金的期末余额	10841	14363	13897	13547

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	71073	84495	85696	90721
营业成本	72575	87791	78268	81686
税金及附加	465	637	632	662
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1575	2099	2093	2194
研发费用	389	434	455	479
财务费用	965	0	0	0
其他收益	324	285	293	296
投资收益	1578	3210	3371	3539
公允价值变动收益	-1	0	0	0
信用减值损失	-5	-12	-11	-10
资产减值损失	-18	-40	-27	-30
资产处置收益	95	56	62	65
营业利润	-2921	-2968	7935	9560
营业外收入	157	107	116	120
营业外支出	63	67	67	66
利润总额	-2828	-2928	7985	9614
所得税	-827	-645	1853	2290
净利润	-2001	-2283	6131	7323
少数股东损益	-1145	-299	817	983
归属母公司净利润	-855	-1984	5315	6340
EPS(元)	-0.06	-0.15	0.39	0.47

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	37.5%	18.9%	1.4%	5.9%
营业利润增长率	-137.3%	-1.6%	/	20.5%
归母净利润增长率	-114.1%	-131.9%	/	19.3%
盈利能力				
毛利率	-2.1%	-3.9%	8.7%	10.0%
归母净利率	-1.2%	-2.3%	6.2%	7.0%
ROE	-1.3%	-3.2%	7.9%	8.9%
偿债能力				
资产负债率	37.9%	43.8%	41.9%	40.1%
流动比率	1.18	0.96	0.93	0.96
速动比率	0.99	0.81	0.79	0.82
营运能力				
资产周转率	0.62	0.70	0.67	0.68
应收帐款周转率	9.65	9.08	8.48	8.63
存货周转率	20.27	18.31	15.77	16.99
每股资料(元)				
每股收益	-0.06	-0.15	0.39	0.47
每股经营现金	0.06	0.06	0.60	0.77
每股净资产	4.70	4.59	4.98	5.25
估值比率(倍)				
PE	-56.9	-24.5	9.2	7.7
PB	0.8	0.8	0.7	0.7

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股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;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%
		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