

三峡水利 (600116)

证券研究报告

2023年05月23日

以配售电为支点，加速向一流综合能源平台转型

地方配售电平台为支点，综合能源转型空间广阔。2020年，公司实施重大资产重组，收购重庆长电联合能源和重庆两江长兴电力100%股权，完成了重庆区域地方配售电企业的整合。公司是三峡集团旗下以配售电为主业的唯一上市平台，控股股东为长江电力。长江电力及其一致行动人于2019年3月成为公司控股股东，持股比例由2020年末的11.79%提升至2023年3月的13.73%。营收方面，2020年公司完成资产重组后，营业收入达到52.56亿元，同比增长302.2%。归母净利润方面，2020年公司实现归母净利润6.2亿元，同比增长约2.2倍。营收结构上看，售电业务是公司最主要的业绩贡献来源。2020年以前，售电业务收入占比一直维持在70%以上。2022年售电收入虽占比降至60%，但仍占据主导地位。

实现重庆地方电网四网融合，配售电稀缺资产打造核心竞争力。原三峡水利为发供电一体的地方电力企业，供电区域覆盖重庆市万州区面积的80%。2020年公司重大资产重组完成，将三峡水利、长兴电力、聚龙电力以及乌江实业四张重庆区域网整合到一起，供电区域进一步扩大，服务大工业用户近400家，2020年售电量首次突破100亿千瓦时。截至2022年末，公司发电装机规模合计74.62万千瓦，自发电量20.29亿千瓦时。此外，公司也在积极拓建自有电源，目前在建的有万州490兆瓦燃气机组和黔江100兆瓦风力发电机组。公司外购电量比例由2017年最低的52.2%逐步提升至2022年的87.2%。重庆市用电需求稳步增长，工商业用户占比较大，我们认为公司的售电量规模有望受益于重庆市整体经济以及工商业的快速发展而持续提升。由于在成本端自发电水相较于外购电具有显著的优势，导致自发电水的毛利率远高于外购电的毛利率。2022年自发电水毛利率达到61.4%，外购电的毛利率下降至12.1%左右。

综合能源转型，打造第二增长曲线。公司作为三峡集团及长江电力下属的综合能源业务投资运营上市平台，具有城市、区域绿色低碳能源规划设计、投资运营的丰富经验。公司综合能源业务的主要平台包括两江综合能源公司、天泰能源以及三峡绿动能源有限公司。三峡水利围绕“城市”“园区”“用户”三个层级，充分发挥自身配售电的优势，打造多样化的综合能源服务，包括综合能源管家、分布式光伏、换电重卡、热电联产项目以及储能电站等，2022年贡献营收7.03亿元，同比+1655.4%，有望成为公司业绩新的增长点。

盈利预测与估值：看好公司配售电业务的稳健增长和综合能源业务的增长潜力，我们预计公司2023-2025年实现归母净利润9.19/11.67/15.27亿元，对应PE 19.3/15.2/11.6倍，给予公司2024年20倍PE，目标价12.21元，给予“买入”评级。

风险提示：电价下行、重庆地区用电需求增速不及预期、来水不及预期导致自发电量减少、综合能源业务拓展进度不及预期、相关测算具有一定的主观性等

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,176.64	11,093.01	12,233.38	14,061.48	16,725.15
增长率(%)	93.62	9.00	10.28	14.94	18.94
EBITDA(百万元)	2,027.76	1,204.46	1,945.55	2,269.68	2,690.63
归属母公司净利润(百万元)	864.96	476.22	918.97	1,166.94	1,526.90
增长率(%)	39.52	(44.94)	92.97	26.98	30.85
EPS(元/股)	0.45	0.25	0.48	0.61	0.80
市盈率(P/E)	20.47	37.18	19.27	15.17	11.60
市净率(P/B)	1.62	1.60	1.47	1.34	1.21
市销率(P/S)	1.74	1.60	1.45	1.26	1.06
EV/EBITDA	12.88	17.21	11.97	10.24	8.55

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	9.26元
目标价格	12.21元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,912.14
流通A股股本(百万股)	1,576.15
A股总市值(百万元)	17,706.44
流通A股市值(百万元)	14,595.14
每股净资产(元)	5.76
资产负债率(%)	49.92
一年内最高/最低(元)	12.62/7.84

作者

郭丽丽	分析师
SAC执业证书编号：S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
赵阳	联系人
zhaoyanga@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《三峡水利-半年报点评:资产重组完成，售电增速大幅回暖》2020-08-28
- 《三峡水利-季报点评:疫情拖累1季度业绩，“三峡电网”即将落地》2020-04-22
- 《三峡水利-公司点评:积极推动“三峡电”入渝，作为集团配售电唯一平台》2020-03-09

内容目录

1. 地方配售电平台为支点，综合能源转型空间广阔	4
1.1. 掌握稀缺配电网资源，逐步转型综合能源	4
1.2. 重组拓宽配售电业务范围，业绩实现较快增长	4
2. 实现重庆地方电网四网融合，配售电稀缺资产打造核心竞争力	6
2.1. 售电来源多元化，持续加码自有电源	8
2.2. 电力供应空间大：重庆地区用电需求增速稳步提升	10
2.3. 售电电价持续抬升，自发电成本优势明显	11
2.4. 全资+参股，多种方式积极推进市场化售电业务全国布局	12
3. 综合能源转型，打造第二增长曲线	13
4. 盈利预测与估值	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 估值	17
5. 风险提示	17

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司电力经营业务流程简图	7
图 3：2016-2022 年公司售电量规模及增速（左轴：亿千瓦时；右轴：%）	8
图 4：2016-2022 年公司发电量及上网电量（单位：亿千瓦时）	9
图 5：2016-2022 年自发电量占售电量的比例（%）	9
图 6：2016-2022 年公司外购电量规模及增速（左轴：亿千瓦时；右轴：%）	9
图 7：2016-2022 年外购电量占售电量的比例（%）	9
图 8：2017-2022 年公司售电量增速与自发上网电量增速对比	10
图 9：2016-2022 年重庆市用电量情况以及用电量增速与全国用电增速对比（左轴：亿千瓦时；右轴：%）	10
图 10：2016-2022 年重庆 GDP 以及增速（左轴：亿元；右轴：%）	11
图 11：重庆市不同电源类别的发电量占比（2016-2022 年）	11
图 12：公司售电均价（单位：元/千瓦时）（不含税）	11
图 13：公司外购电成本与自发电成本比较（单位：元/千瓦时）	12
图 14：公司外购电与自发电毛利率比较	12
图 15：市场化售电业务模式	12
图 16：公司市场化售电业务布局（截至 2022 年 1 月）	13
图 17：公司综合能源业务主要运营平台梳理	14
图 18：公司综合能源管家方案	14
表 1：公司配售电资产（四张电网）基本情况介绍	7

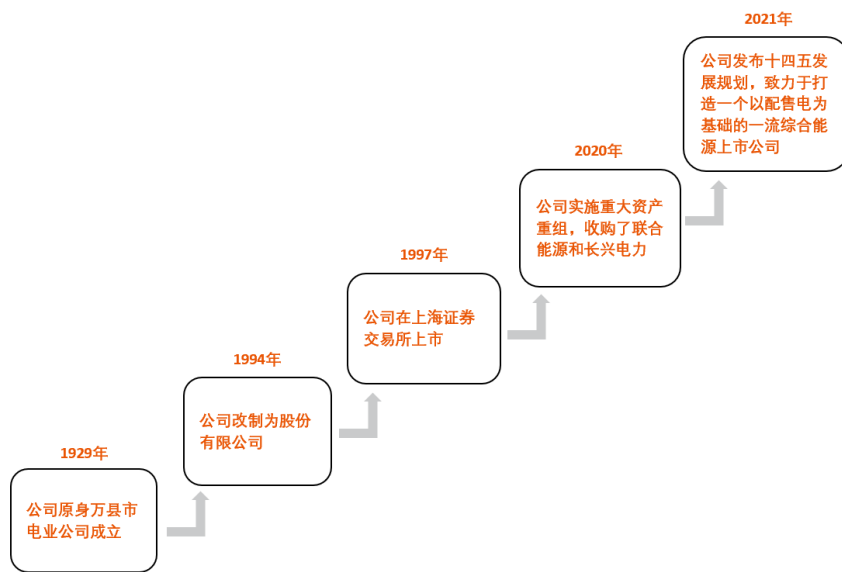
表 2：2018 年-2020 年在运并网水电机组装机容量统计.....	8
表 3：公司园区类综合能源项目梳理.....	14
表 4：公司换电重卡业务梳理	15
表 5：公司营收及成本拆分预测（单位：百万元）	16
表 6：可比估值表（收盘日期 2023 年 5 月 21 日）	17

1. 地方配售电平台为支点，综合能源转型空间广阔

1.1. 掌握稀缺配电网资源，逐步转型综合能源

公司业务以配售电为主业，积极推动综合能源发展。公司的前身为 1929 年成立的万县市电业公司。1994 年，经四川省经济体制改革委批准，公司以定向募集方式改制成为股份有限公司，并于 1997 年在上海证券交易所成功上市，成为重庆市首家电力上市公司。2020 年，公司实施重大资产重组，收购了重庆长电联合能源有限责任公司和重庆两江长兴电力有限公司 100% 股权，完成了重庆区域地方配售电企业的整合，形成了一定的规模效益和协同发展优势。2021 年 3 月，公司发布“十四五”（2021-2025）战略发展规划，提出紧扣售电、综合能源以及新能源三大业务，做精做细存量配售电业务，做优做强市场化售电、综合能源和新能源等业务，努力将公司打造成以配售电为基础的一流综合能源上市公司。

图 1：公司发展历程

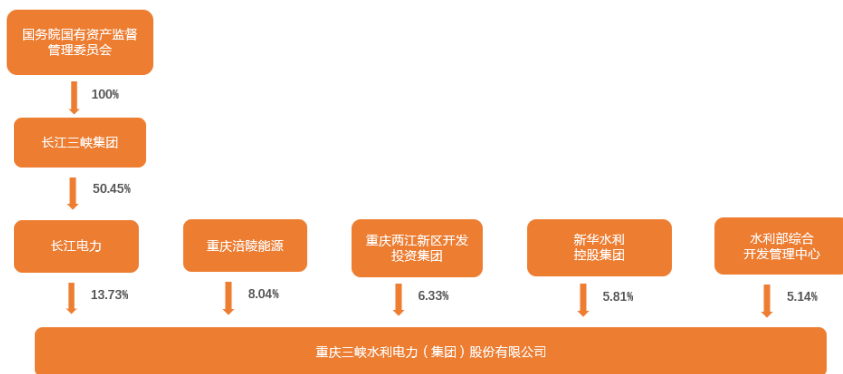


资料来源：三峡水利官网、公司公告、天风证券研究所

混合所有制企业，股权结构较为多元化。公司拥有中央国企、地方国资、民营资本等多种股东背景，控股股东为中国长江电力股份有限公司。公司是三峡集团旗下以配售电为主业的唯一上市平台，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

其中长江电力及其一致行动人于 2019 年 3 月成为公司控股股东，公司实际控制人由原来的水利部综合事业局变更为国务院国资委。2020 年末至 2023 年 3 月，长江电力持续增持公司股份，持股比例由 2020 年末的 11.79% 提升至 2023 年 3 月的 13.73%。

图 2：公司股权结构（截至 2023 年 Q1）



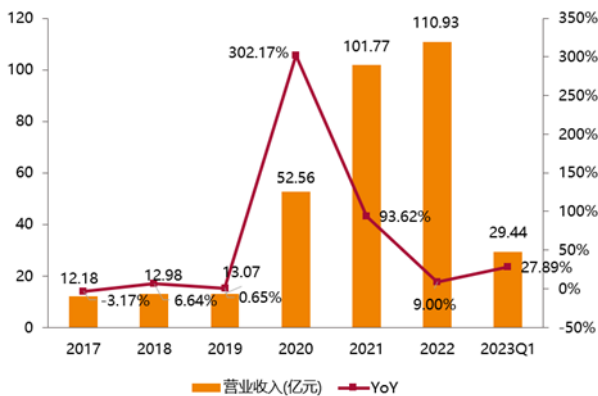
资料来源：Wind、企查查、天风证券研究所

1.2. 重组拓宽配售电业务范围，业绩实现较快增长

营业收入方面，2017-2022 年，公司营业收入从 12.18 亿元增长至 110.93 亿元，5 年年均复合增速达到 55.55%。2020 年公司完成资产重组后，营业收入达到 52.56 亿元，同比增长 302.2%。2021 年，公司在完成资产重组、电解锰价格上涨以及售电价量均升的背景下，实现营业收入 101.77 亿元，同比增长 93.62%。2022 年，公司综合能源服务开始发力，与售电业务共同推动营业收入增长至 110.93 亿元。2023 年一季度营业收入为 29.44 亿元，同比增速 27.89%。

归母净利润方面，2017-2019 年公司归母净利润连续三年出现下滑，主要系公司水电站所处流域来水量减少，自发电电量同比下降所致。2020 年完成资产重组后，公司实现归母净利润 6.2 亿元，同比增长约 2.2 倍。2021 年公司营业收入的高增带动公司业绩继续增长，实现归母净利润 8.65 亿，同比增速 39.5%。2022 年归母净利润为 4.76 亿元，同比下降 44.95%，主要是受到流域来水偏枯、股票公允价值变动收益同比减少和电解锰产销量下降三个因素的影响。2023 年一季度实现归母净利润-0.38 亿元，同比下降 489.51%，主要系一季度自发电电量同比减少 3.13 亿千瓦时、外购电均价同比上升、联营企业重庆天泰能源投资收益同比下降所致。

图 3：2017-2023 年 Q1 公司营收情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

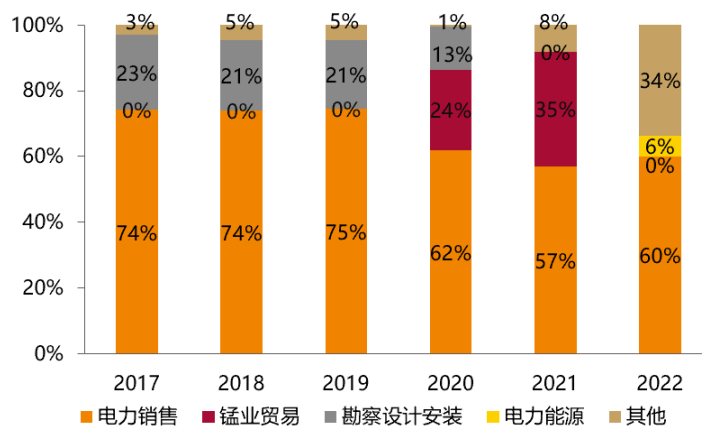
图 4：2017-2023 年 Q1 公司归母净利润情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

营收结构上看，售电业务是公司最主要的业绩贡献来源。2020 年以前，公司主营业务为发电、供电、电力工程勘察设计安装，其中发电、供电是公司的核心业务。2017-2019 年售电业务收入占比维持在 70%以上。2020 年公司完成资产重组后，主营业务变为售电、电力工程勘察设计安装、锰矿开采及电解锰生产加工销售三大板块，营业收入占比分别为 62%、13%、24%。2022 年，受子公司重庆锰业 2021 年下半年关停的影响，公司电解锰产量大幅下降；公司万州经开区九龙园热电联产项目顺利投运，综合能源业务开始发力，营业收入占比 6%；售电营业收入占比 60%，仍占据主导地位。

图 5：公司营业收入结构



资料来源：Wind、天风证券研究所

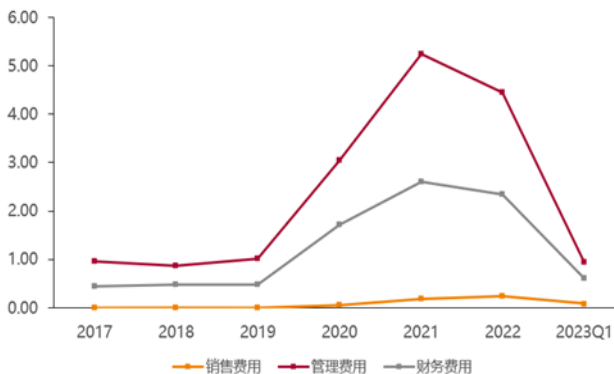
公司费用率不断下降，盈利能力有所提升。

费用结构方面，2017-2019 年公司三大费用规模较为稳定。其中，销售费用常年处于较

低水平，2022 年销售费用为 0.24 亿元。2020-2021 年管理费用和财务费用增长迅速，其中管理费用从 2019 年的 1.01 亿元增加到 2021 年的 5.25 亿元，主要系公司完成资产重组，增加合并报表范围所致。2022 年管理费用有所下降主要因为业绩下降减少预提绩效奖励以及减少上年度由于重庆锰业关停列支的职工安置费；财务费用下降的主要原因为当年收取资金占用息增加以及融资成本下降。

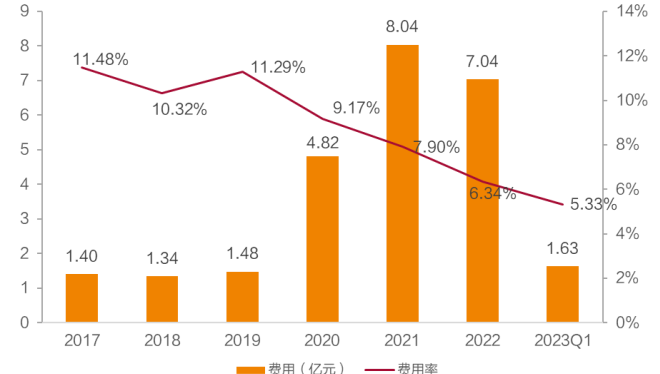
费用总额和费用率方面，受到资产重组增加合并报表范围的影响，2019-2021 年公司期间费用总额持续增长，2021 年达 8.04 亿元。2022 年因管理费用和财务费用的下降，公司期间费用总额下降至 7.04 亿元。费用率整体呈下降趋势，从 2017 年的 11.48% 下降至 2022 年的 6.34%。

图 6：2017-2023 年 Q1 公司费用结构变化（单位：万元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

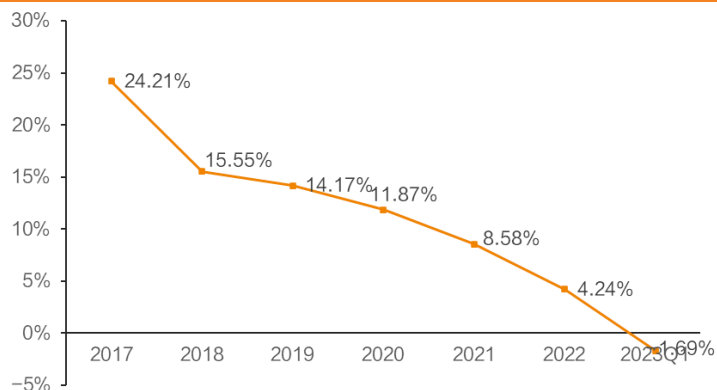
图 7：2017-2023 年 Q1 公司总费用以及费用率变化情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

资产重组后公司盈利能力逐步增长。2022 年受到流域来水偏枯、投资收益减少等因素的影响，公司归母净利润同比下降，净利率下滑至 4.24%。由于 2023 年一季度公司发电量同比下降 75.25%，公司净利率下滑至 -1.69%。

图 8：2017-2023 年 Q1 公司净利率变化



资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 实现重庆地方电网四网融合，配售电稀缺资产打造核心竞争力

原三峡水利为发供电一体的地方电力企业，供电区域覆盖重庆市万州区面积的 80%，是三峡库区重要的电力负荷支撑点。2020 年 5 月，公司重大资产重组完成，通过发行股份及支付现金的方式购买联合能源 88.41% 股权以及长兴电力 100% 股权，将三峡水利、长兴电力、聚龙电力以及乌江实业四张重庆区域网整合到一起，供电区域在原重庆市万州区的基础上，扩大至重庆市涪陵区、黔江区、秀山县、酉阳县等地，新增 220 千伏骨干电网 1240 公里，供电范围达 1.5 万平方公里，服务大工业用户近 400 家，构建了一张有一定规模和市场竞争力的配电网网络和电力市场主体。

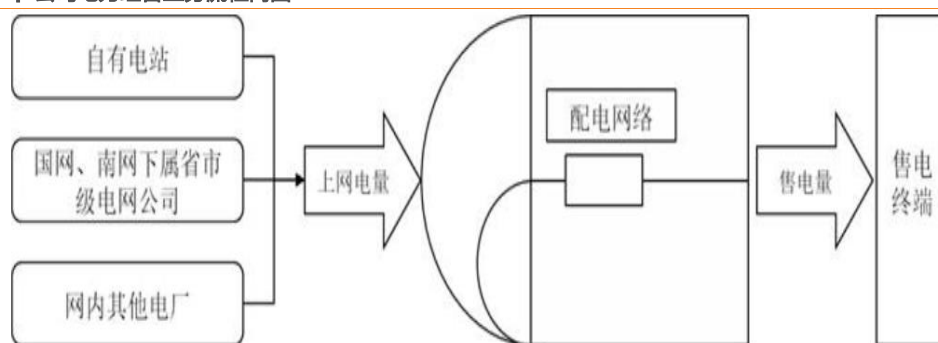
表 1：公司配售电资产（四张电网）基本情况介绍

电网企业	供电区域	主营业务概况
原三峡水利	重庆万州	万州区域加快电源点和电网建设，相继建成杨东河电站、新长滩电站、后溪河流域三级电站。截至 2022 年 10 月末，年发电量从 3.78 亿增至 8.64 亿，装机容量和年发电量增加近 129%；建成 220 千伏变电站 1 座，110 千伏和 35 千伏变电站 10 座，供区覆盖至万州区总面积 80%，电网负荷从 35 万千瓦增加到 74 万千瓦。
乌江实业	重庆市黔江区、酉阳县、秀山县等地	截至 2022 年 10 月末，乌江实业已经实现重庆黔江、秀山两大电力负荷中心 220 千伏电力主动脉双回输电线路强连接，新增贵州松桃至湖南花垣 220 千伏购电通道，形成以 220 千伏为骨架、110 千伏为主体，总长 1400 余公里，覆盖渝鄂湘黔四省市 8 个区县，幅员面积 3 万平方公里的集发输配供于一体的区域性地方电网。
聚龙电力	重庆市涪陵区白涛化工园区、龙桥工业园区及清溪再生有色金属特色产业园	截至 2022 年 10 月末，聚龙电力从服务涪陵三大园区 25 家工业用户发展到服务 80 家工业用户；从单一的输电线路发展为 106 路近 1100 公里各类输电线路；年供电量从 26 亿千瓦时增长到 80 亿千瓦时。
长兴电力	两江新区	通过子公司两江城电、长兴渝、两江综合能源、两江供电主要从事电力工程建筑安装、智慧电力运维、配售电等业务。

资料来源：公司公告、三峡水利官方微信公众号、天风证券研究所

- **电力生产的业务：**公司自发电量通过公司的配电网销售给重庆万州、涪陵、黔江等供电区域内的电力用户。
- **电力供应的业务：**公司的骨干电网覆盖重庆市多个区县，并与重庆市、贵州省、湖南省、湖北省等电网联网运行，供电区域划分明确。除销售自发电外，还从国家电网、南方电网、网内其他电力生产单位购进电力，通过公司配电网销售给终端用户。

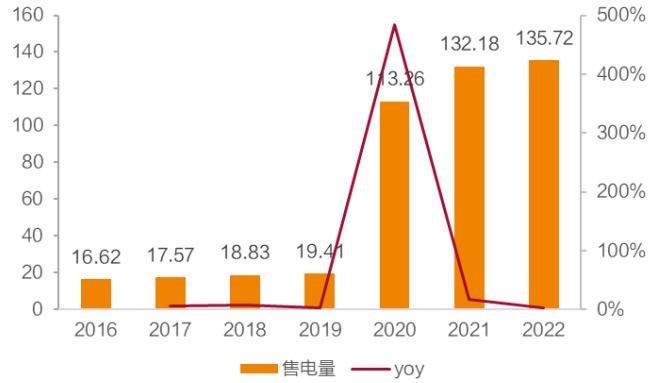
图 2：公司电力经营业务流程简图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

资产重组前，2016-2019 年公司的年均售电量规模约 18.11 亿千瓦时，三年年均复合增速 5.3%；资产重组后，供电范围的扩大使得公司售电规模大幅增长，2020 年公司售电量突破 100 亿千瓦时。2020-2022 年，公司售电量年均复合增速 9.5%，快于资产重前 5.3%的售电量增速。

图 3：2016-2022 年公司售电量规模及增速（左轴：亿千瓦时；右轴：%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.1. 售电来源多元化，持续加码自有电源

公司的售电来源包括自有电源、外购电以及三峡电入渝的部分电量等。

①**自有电源**：四网融合之前，公司投产的水电装机容量共计 26.98 万千瓦（截至 2019 年底）；四网整合之后，水电装机规模有了大幅的增长，其中联合能源旗下乌江实业持有包括大河口水电站在内的水电发电资产共 36.14 万千瓦；聚龙电力水电装机规模 11.5 万千瓦。截至 2022 年末，公司发电装机规模合计 74.62 万千瓦，其中接入公司自有电网的机组装机容量为 713.3MW，未接入公司自有电网机组装机容量 32.9MW（云南芒牙河水电站 24.9MW，巫溪县峡门口水电站 8MW）。

表 2：2018 年-2020 年在运并网水电机组装机容量统计

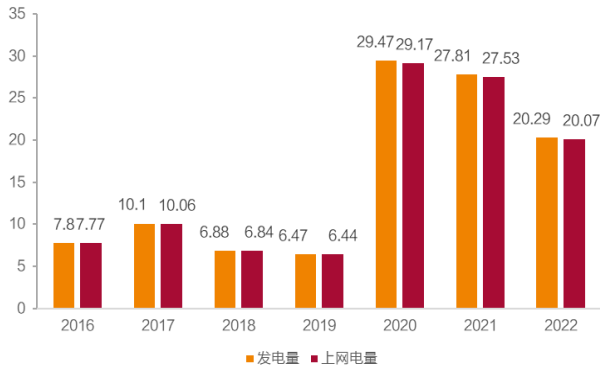
电源种类	电站名称	所在地区	装机容量 (MW)		
			2020 年	2019 年	2018 年
水电	鱼背山梯级电站、新长滩电站	重庆市万州区	113.9	113.9	113.9
	杨东河电站	湖北省利川市	48	48	48
	两会沱电站、镇泉电站、金盆电站	重庆市巫溪县	75	75	75
	渔滩、舟白、箱子岩、双泉水电站	重庆市黔江区	86.5	-	-
	大河口、梯子洞水电站	重庆市酉阳县	118.5	-	-
	石堤、宋农、三角滩水电站	重庆市秀山县	156.4	-	-
	石板水电站	重庆市丰都县	115	-	-
	合计		713.3	236.9	236.9

资料来源：公司 2020 年年报，天风证券研究所

注：渔滩、舟白、箱子岩、双泉、大河口、梯子洞、石堤、宋农、三角滩及石板水电站系公司 2020 年重大资产重组完成后新纳入的水电站。

装机规模的提升带动自发电量的大幅抬升。资产重组后，公司的自发电量由 2019 年的 6.47 亿千瓦时增长至 2020 年的 29.47 亿千瓦时。2020-2022 年，自持水电的发电量及上网电量均在 20 亿千瓦时以上。2022 年由于水电站所处流域来水减少的原因，发电量相较于 2021 年有所下滑。从自发电量占售电量比例上看，资产重组后随着售电量规模的攀升，公司自发电比例有所下降，由 2017 年最高的 57.3% 降至 2022 年的 14.8%。

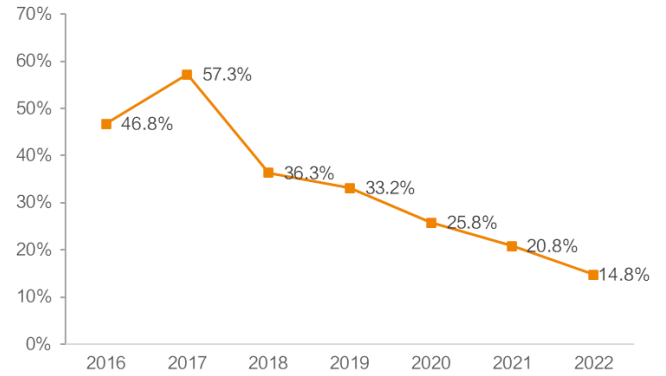
图 4：2016-2022 年公司发电量及上网电量（单位：亿千瓦时）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：2020 年发电量和上网电量数据已经过新纳入水电站调整

图 5：2016-2022 年自发电量占售电量的比例 (%)



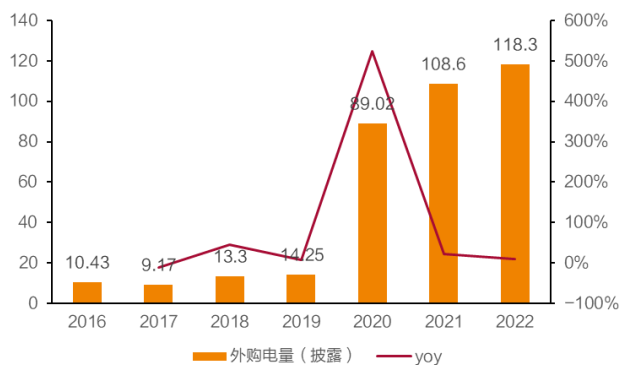
资料来源：公司公告、天风证券研究所

持续推进自有电源拓展：除现有水电装机外，公司也在积极推进自有电源的拓展建设。

- 抓住重庆“以气代煤”能源结构转型机遇，依托页岩气资源优势，积极谋划推进网内自主电源建设，向下属全资子公司发电公司现金增资 3.04 亿元，由其与全资子公司综合能源公司共同出资 3.8 亿元在设立项目公司，并投资不超过 12.65 亿元建设重庆万州燃气发电项目。项目建设地点位于重庆市万州经开区高峰园，建设内容为 1 台套 490 兆瓦级燃气发电机组，公司预计年发电量约 11.5 亿千瓦时，建成后进一步提高公司在万州区域电网供电保障能力。
- 2022 年 10 月，公司全资子公司乌江实业拟投资不超过 7.12 亿元建设重庆黔江 100 兆瓦风力发电项目，总装机容量 100 兆瓦，公司预计年上网电量约 2.16 亿千瓦时。

②外购电：公司的售电量中不仅包括自持电源的发电量，还包括部分外购电量。公司的供电网络与国网重庆电力、湖北电网及南网贵州电网均有联网，支持公司获取足量的外购电，供电安全可靠。资产重组后，随着公司售电规模的逐步扩大，外购电的规模与占售电量的比例不断提升。2020 年，公司外购电量达到 89.02 亿千瓦时，同比增长 524.7%。2022 年外购电规模为 118.3 亿千瓦时。从外购电量占售电量比例上看，资产重组后，由于售电量增速高于自持水电发电量增速，导致外购电量比例由 2017 年最低的 52.2%逐步提升至 2022 年的 87.2%。

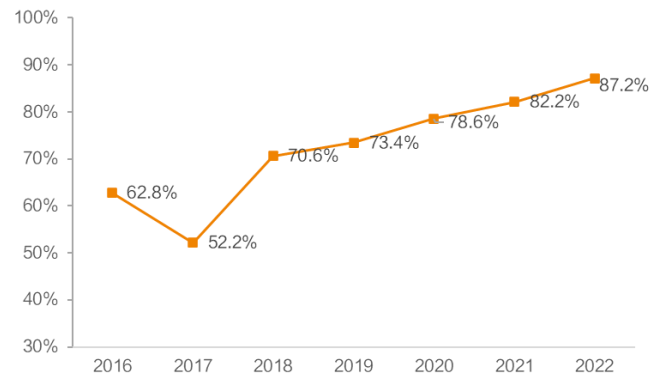
图 6：2016-2022 年公司外购电量规模及增速（左轴：亿千瓦时；右轴：%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：均为公司年报披露外购电量

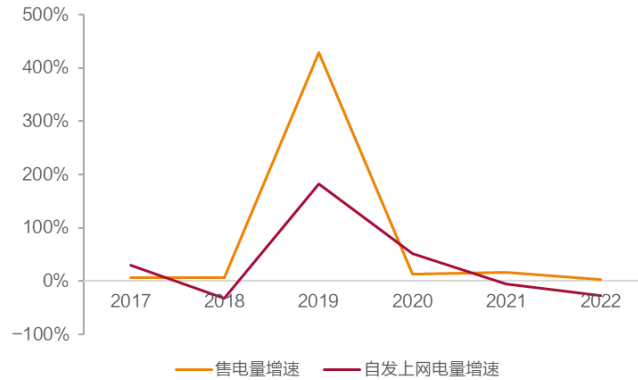
图 7：2016-2022 年外购电量占售电量的比例 (%)



资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：此处购电量按照公司披露值计算

图 8：2017-2022 年公司售电量增速与自发上网电量增速对比



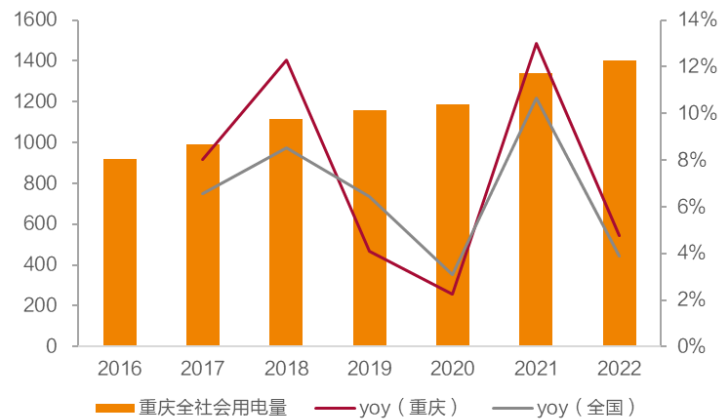
资料来源：公司公告、天风证券研究所

③三峡电入渝：根据重庆市能源局《关于 2020 年新增三峡电入渝分配有关事宜的通知》，2020 年新增三峡电入渝全部留存三峡库区，在万州等 15 个库区区县分配，暂按 41 亿千瓦时进行分配。公司供电范围中，万州区分配电量 13.98 亿千瓦时；涪陵区分配电量 3.40 亿千瓦时。新增三峡电入渝有利于丰富公司电源来源，吸引用电企业入驻供区，从而进一步提升公司的售电规模。

2.2. 电力供应空间大：重庆地区用电需求增速稳步提升

用电需求总量：2016-2022 年，重庆市用电量规模从 918.8 亿千瓦时增长至 1404.4 亿千瓦时，6 年年均复合增速达到 7.3%，快于同期全国用电量 6.5%的增速。重庆市用电需求的增长带动公司售电规模的稳步提升。

图 9：2016-2022 年重庆市用电量情况以及用电量增速与全国用电增速对比（左轴：亿千瓦时；右轴：%）

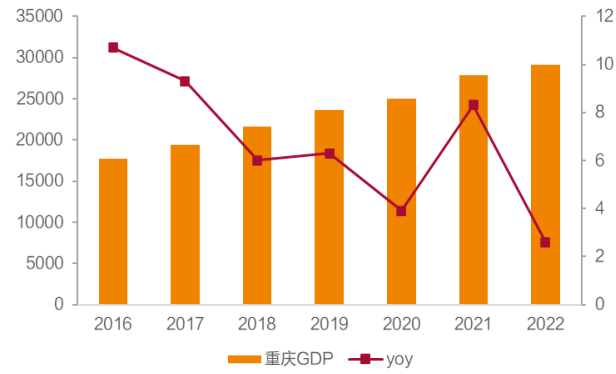


资料来源：公司年报，天风证券研究所

用电需求结构：根据重庆经济和信息化委员会数据，2021 年上半年重庆市工业用电量 361.4 亿千瓦时，占总用电量的 58.5%，工业部门是重庆市电力消耗的主力军。

公司的终端售电用户以工商业用户为主，其中聚龙电力主要为涪陵三大园区供电，乌江实业主要为黔江工商业用户供电。公司在重组之后，负荷相对稳定的优质工商业用户的用电量占比由原来的 60%提升至 96%，公司的售电规模有望受益于重庆市整体经济以及工商业的快速发展而持续提升。

图 10：2016-2022 年重庆 GDP 以及增速（左轴：亿元；右轴：%）



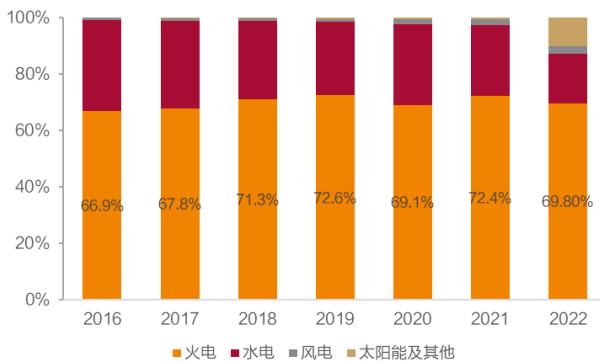
资料来源：wind、天风证券研究所

2.3. 售电电价持续抬升，自发电成本优势明显

①**收入端**：2016-2019 年公司不含税售电电价维持在 0.5 元/千瓦时以上；2020 年受到部分高电价用户因疫情影响停工停产、转供电量增加以及对于降低企业用电成本的政策端支持等因素的影响，售电电价有所下滑。2021-2022 年，公司售电电价重新恢复增长态势。2021 年和 2022 年年均售电电价分别达到 0.4388 元/千瓦时和 0.4906 元/千瓦时，同比涨幅分别达到 5.73%和 11.8%。主要原因包括：①根据 1439 号文以及重庆发改委《关于深化我市燃煤发电上网电价市场化改革有关事项的通知》等政策支持，部分用户的售电单价上涨；②根据供电企业与用户之间的电价联动机制，提高了对工业硅、铁合金等用户的销售单价。

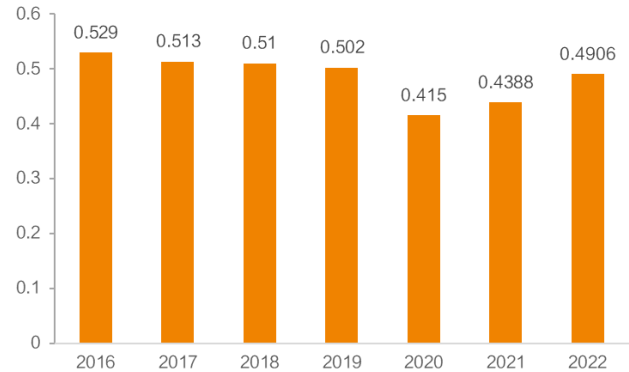
从重庆市的电源结构看，火电为主力电源，2022 年发电量占比为 69.8%。我们认为 1439 号文出台后，电力供需偏紧叠加重庆市较高比例的火电出力结构，公司的售电电价有望持续受益于重庆市内电价的上涨。

图 11：重庆市不同电源类别的发电量占比（2016-2022 年）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 12：公司售电均价（单位：元/千瓦时）（不含税）

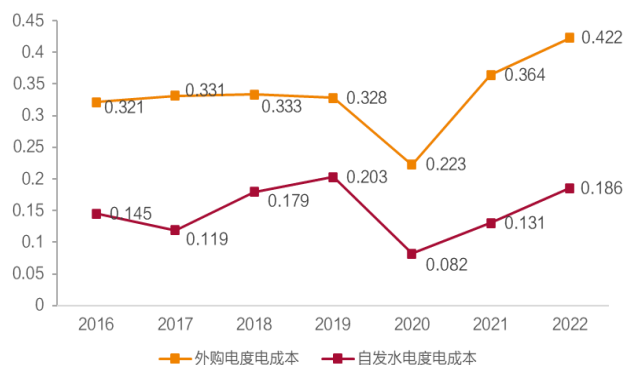


资料来源：公司公告、天风证券研究所

②**成本端**：资产重组前，公司的外购电度电成本较为平稳，2016-2019 年（2019 年使用调整前数据）外购电度电成本均值为 0.328 元/千瓦时。自发电水的度电成本与外购电成本相比具有明显优势，2016-2019 年自发电水的度电成本均值为 0.162 元/千瓦时（自发电水成本考虑折旧、人工以及其他费用）。资产重组后，2020-2022 年，虽然外购电与自发电水的度电成本均有提升，但自发电水的成本相较于外购电而言仍有明显优势。2022 年外购电度电成本达到 0.422 元/千瓦时，高出水电 0.237 元/千瓦时。

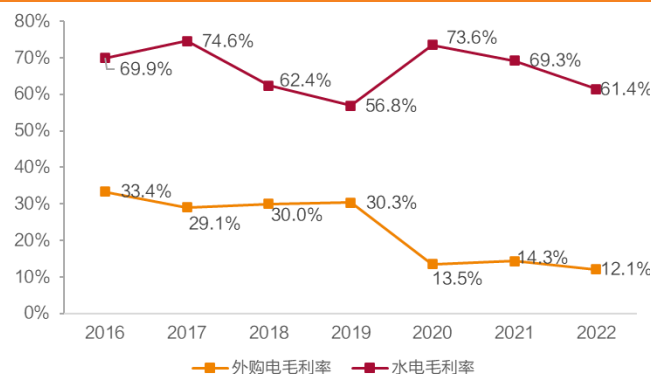
③**毛利率**：由于在成本端自发电水相较于外购电具有显著的优势，导致自发电水的毛利率远高于外购电的毛利率。2016-2019 年，自发电水毛利率的均值为 65.9%，而同期外购电的毛利率为 30.7%；资产重组完成后，公司水电机组装机规模提升，水电发电量进一步提升。2020-2022 年，公司自发电水毛利率均值为 68.1%，但由于外购电量的提升以及外购成本的上涨，外购电的毛利率均值下降至 13.3%。

图 13：公司外购电成本与自发电成本比较（单位：元/千瓦时）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 14：公司外购电与自发电毛利率比较



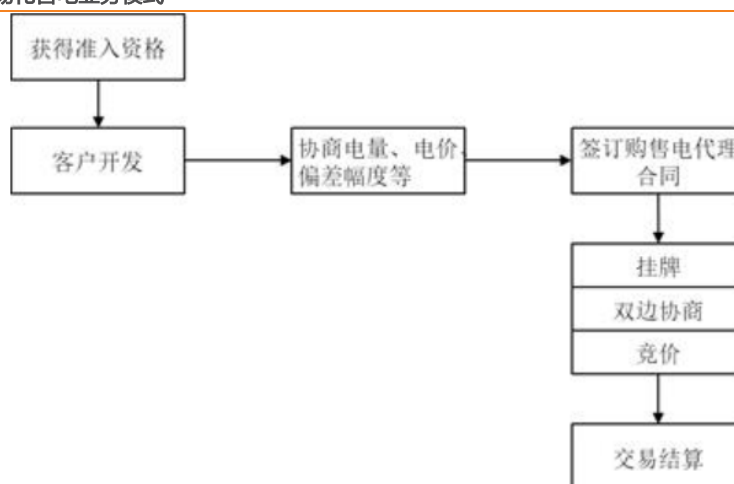
资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.4. 全资+参股，多种方式积极推进市场化售电业务全国布局

公司在《“十四五”战略发展规划》中提出“打造以配售电为基础的一流综合能源上市公司”的全新战略发展目标，明确了立足现有配售电业务，大力开展市场化售电、综合能源和新能源三大业务的发展思路。

公司全资子公司长兴电力及两江供电拥有售电资质，可在重庆范围内开展市场化售电经纪业务，通过赚取电费差价和购售电服务费等方式实现收入。

图 15：市场化售电业务模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

此外，公司也在进行市场化售电业务的全国拓展。2020 年 11 月公司注册成立全资子公司长电能源并于 2021 年 2 月正式取得上海市售电资质，突破了市场化售电的区域限制。此外，通过投资并购与重点市场的优质售电公司建立股权纽带。公司参股广东新巨能能源科技有限公司，作为华南区售电业务支撑点，并且推进优质配售电公司增资项目高起点切入四川售电市场。截至 2021 年末，公司完成了四川、浙江、江苏、安徽、广东、江西等 8 省市的售电资质准入，为拓展市场化售电新空间奠定基础。

图 16：公司市场化售电业务布局（截至 2022 年 1 月）

市场化售电



资料来源：三峡水利微信公众号，天风证券研究所

截至 2022 年末，公司的市场化售电业务主体包括全资子公司长兴电力和长电能源，合营企业两江供电和参股企业广东新巨能以及川能智网，2022 年分别完成市场化结算电量 19.81、16.41、56.99、15.82 和 169.1 亿千瓦时。截至 2022 年末，公司下属控股和参股售电公司已签约用户超 3700 家。

根据公司《“十四五”战略发展规划》，公司力争到 2025 年市场化售电量达到 800 亿千瓦时。

依托市场化售电资源优势，与综合能源业务协同共振。公司积极促进售电业务和综合能源业务协同共进，深挖现有供区和新增市场化售电区域市场，根据企业多元化用能和能效提升等不同需求，开展不同应用场景的综合能源服务。依托售电业务挖掘用户用电需求，根据用户需求制定专属增值服务，如综合能源、能效管理、储能服务及电力运维等。

3. 综合能源转型，打造第二增长曲线

公司在《“十四五”（2021-2025）战略发展规划》中明确提出，将以综合能源公司为主体，集中打造综合能源发展平台。公司综合能源业务的主要平台包括两江综合能源公司、天泰能源以及三峡绿动能源有限公司等。

2016 年 12 月，公司全资子公司重庆两江综合能源服务有限公司成立，是三峡水利集中优势资源，全力打造的综合能源、新能源发展平台，围绕“城市”“园区”“用户”大力发展综合能源业务，主营业务涵盖了城市综合能源管家、低碳智慧综合能源、智慧城市能源互联网、零碳智慧城市、低碳智慧工业区、源网荷储、绿色交通、热电联产、集中式风光电站、分布式能源站、分布式光伏、能效服务、余能综合利用、合同能源管理服务

等。

2021 年 5 月，公司对天泰能源进行增资，全资子公司长兴电力持有天泰能源的股权比例从 29.41%增至 41.01%，推动将其打造成为综合能源服务示范项目。

2021 年 9 月，公司全资子公司重庆三峡绿动能源有限公司成立，注册资本 2 亿元，是公司开辟产业发展新赛道设立的电动重卡充换储用一体化业务平台，也是三峡集团在电动重卡充换储用一体化业务推广及投资开发的实施主体。

图 17：公司综合能源业务主要运营平台梳理



资料来源：公司官网、公司公告、天风证券研究所

三峡水利围绕“城市”“园区”“用户”三个层级，充分发挥自身配售电的优势，打造多样化的综合能源服务。

①与城市合作的模式：公司先后与江西省九江市、上海市嘉定区开展“城市综合能源管家”项目合作。

- 2021年8月6日，全资子公司综合能源公司与长江清源和江西九江的工发公司共同设立合资公司，在江西九江探索打造“城市综合能源管家+碳管家”业务模式，实施“1+6+N”整体解决方案。
- 2022年2月24日，三峡水利与上海嘉定区就“城市综合能源管家”合作达成协议，拓展低碳工业园区、公共建筑节能、分布式新能源和储能、绿色交通、智慧能源试点等业务领域合作，助力嘉定区打造长三角低碳示范区域。

图 18：公司综合能源管家方案



资料来源：三峡水利官方微信公众号、天风证券研究所

②与园区合作的模式：公司围绕园区拓展了种类丰富的综合能源项目，包括园区热电联产项目、分布式光伏项目以及分布式能源站项目等。

表 3：公司园区类综合能源项目梳理

项目类别	项目名称	项目细节
热电联产	万州经开区九龙园热电联产项目	2020年9月，长电联合能源有限责任公司设立项目公司在重庆市万州经开区九龙园投资不超过11.10亿元建设热电项目（3台500t/h煤粉炉锅炉+2台80MW背压机组），并于2022年5月左右全部建成投运。
	永川“上大压小”热电联产项目	川渝地区“十四五”首个气电替代煤电的清洁能源燃机项目，由三峡水利全资子公司长兴电力参股企业天泰能源集团投资建设。规划建设2×9F级燃气-蒸汽联合循环热电联产机组，总投资估算12.3亿元，计划于2023年10月建成投产。
	涪陵白寿化工园区热电联产项目	2022年10月，公司下属全资子公司聚龙电力和综合能源公司共同出资人民币2.6亿元设立项目公司，并投资不超过人民币12.77亿元建设重庆涪陵白寿化工园区热电联产项目。项目建设地点位于重庆涪陵白寿化工园区山窝组团内，包括1台套490兆瓦级热电联产机组，预计年发电量约21亿千瓦时，最大供热量150万吨，

		接入公司电网内。
分布式光伏	重庆巫溪分布式光伏项目	2021 年 7 月，全资子公司综合能源公司与重庆市巫溪县人民政府签署了《光伏项目投资开发协议》。公司依法取得巫溪县有关辖区内符合规划的光伏项目开发权，总装机规模约 45 万千瓦，投资总额约 18 亿元。
	九江市诺贝尔濂溪工厂分布式光伏项目	2022 年 8 月，公司下属全资公司九江三峡综合能源有限公司拟投资建设装机容量 21.9MW 的九江诺贝尔濂溪工厂屋顶分布式光伏项目（二期），动态投资不超过 9248.71 万元。
	瑞昌经开区科技园分布式光伏项目	江西瑞昌市建设瑞昌经开区科技园光彩园 0.98MW 屋顶分布式光伏项目已于 2022 年 11 月 17 日成功并网发电，是三峡水利“城市综合能源管家+碳管家”九江模式的首个示范试点项目。
	涪陵临港经济区首期屋顶光伏项目	2022 年 8 月，公司拟投资建设重庆涪陵临港经济区首期屋顶光伏项目，项目装机容量 11.54MW，动态投资不超过 4550.37 万元。
分布式能源站	重庆两江新区分布式能源站项目	公司于 2021 年底成功中标重庆两江协同创新区二、三期房建分布式能源站项目，该项目是综合能源公司在重庆本地的首个标志性重大项目，计划总投资超 8661 万元。2022 年底完成能源站供能系统及设备调试，2023 年 1 月正式投运。
	重庆龙兴园区赣锋锂电分布式能源站项目	2022 年 8 月，公司全资子公司两江长兴电力计划通过下设的项目公司拟投资建设重庆龙兴赣锋能源站项目。项目以天然气分布式能源方式，为重庆赣锋锂电在重庆两江龙兴园区年产 20GWh 的新型锂电池研发及生产基地提供冷热电三联供。同时，在满足国家对相关能源站热电比强制要求的基础上，满足向周边企业供热、供冷的需求。本项目动态总投资不超过 67321 万元，拟建 2×50MW 级燃气轮发电机组，总出力约 120MW，设计年发电量约 8.62 亿 kWh、产生热能 210 万 GJ。

资料来源：公司公告、三峡水利官方微信公众号、天风证券研究所

③与公司合作的模式：公司依托旗下换电重卡专业平台三峡绿动，围绕矿山、港口、钢厂、电厂、城市等场景，迅速推进重点项目落地；抢抓网内电动重卡市场，建设天泰能源充换电示范站；积极拓展青海、甘肃、内蒙古等 8 省重点区域业务市场。公司已与包括包钢物流公司、山东能源集团、重庆万凯公司以及四川大晟矿业、绿色汇缘物流在内的多家企业合作推进公司换电重卡业务在全国范围内的布局，致力于打造电动重卡充换储用一体化运营的综合服务商，助力地方绿色低碳交通的高质量发展。截至 2022 年 H1，公司已在内蒙、重庆等地落地电动重卡一百余台，建成投运充换电站 5 座，并且完成了电动重卡数字能源平台部分基础功能开发。

表 4：公司换电重卡业务梳理

项目合作方	项目细节
内蒙古包钢钢联物流有限公司	2022 年 1 月，三峡绿动首批 80 台北奔电动重卡正式交付包钢钢联物流落地开跑，三座专用快速充换电站同时交付投运。
山东鲁丽钢铁电动化物流运输项目	2023 年 1 月，山东鲁丽钢铁电动化物流运输项目启动仪式暨 50 台电动重卡交车仪式在山东潍坊寿光市顺利举行，标志着三峡绿动电动重卡充换储用一体化业务在山东地区打开全新局面。
大晟矿业、绿色汇缘物流	2023 年 1 月，公司成功交付 40 台换电重卡，是四川省一次性投入换电重卡规模最大项目。

资料来源：公司公告、三峡水利微信公众号、天风证券研究所

此外，公司依托市场化售电资源优势，挖掘客户用能需求，积极推进储能项目业务。**用户侧储能方面**，公司在广东等地积极推进用户侧储能业务并取得突破。截至 2022 年末，累计签约用户侧储能项目 84 个，合计容量 863MWh，累计开工项目 33 个，总容量 131MWh；**独立储能方面**，2023 年 3 月，公司发布公告，子公司综合能源公司将在重庆市永川区和两江新区分别拟投资不超过 7.82 亿和 4 亿元建设永川区松溉独立储能电站和龙盛独立储能电站，装机规模分别为 200MW/400MWh 和 100MW/200MWh。

2022 年得益于万州经开区九龙园热电联产项目顺利投运，综合能源板块实现营业收入 7.03 亿元，同比提升 16551.4%。

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

根据公司目前的业务板块布局，我们给出的主要业务相关预测假设如下：

- ① **电力销售业务：**公司电力销售包括自有电源电量销售和**外购电销售**。自有电源主要以**水电装机为主**。2022 年由于所处流域来水量减少导致水电发电量同比下滑 27.04%。我们认为随着来水的修复，公司的水电发电量有望恢复。此外，公司目前的自建电源包括万州 490MW 燃机项目和重庆黔江 100MW 风电项目，建成后有望增强公司低成本电量供应。此外，重庆市用电需求的增长带动公司售电规模的稳步提升。**我们预计公司 2023-2025 年售电量将有望达到 138.5/159.3/183.2 亿千瓦时；销售电价方面**，我们认为 1439 号文出台后，电力供需偏紧叠加重庆市较高比例的火电出力结构，公司的售电电价有望保持稳定。我们认为公司电力销售板块的营业收入和毛利润的有望稳健增长。
- ② **综合能源业务：**公司的综合能源业务类别较为多样化，包括热电联产、换电重卡、分布式光伏以及储能电站等。综合能源业务是公司十四五期间重点发展的战略核心，我们预计 2023-2025 年公司的综合能源业务营业收入将分别达到 11.9/36.8/54.5 亿元。
- ③ **其他业务：**公司 2022 年年报披露，根据“十四五”战略发展规划以及 2022 年内各项业务开展情况和利润贡献变化，公司主营业务从电力生产、供应和锰矿开采及电解锰生产加工销售转变为电力生产、供应和综合能源服务，锰相关业务的收入从 2022 年开始不再单独披露。2022 年电解锰市场需求以及公司电解锰产量均出现下降，其中产销量分别同比下滑 47.8%和 48.1%，我们预估 2023 年锰相关业务板块会有一定的修复。长期看，由于锰业务在公司业务版图中重要性相对削弱，我们预计 2024 年之后锰相关业务的收入体量将有所下降。总体来看，我们预估 2023-2025 年公司其他业务营收增速分别为 14%/-40%/-9%；毛利率相对稳定，分别为 11.2%/11.4%/10.6%。

表 5：公司营收及成本拆分预测（单位：百万元）

	2022	2023E	2024E	2025E
电力销售业务				
收入	6662.41	6810.5	7825.2	8965.5
yoy	14.7%	2.2%	14.9%	14.6%
成本	5915	5771.8	6633.0	7615.0
毛利	747.41	1038.71	1192.21	1350.44
毛利率	11.2%	15.3%	15.2%	15.1%
综合能源业务				
收入	703.22	1190.02	3683.35	5446.77
yoy	16551.44%	69%	210%	48%
成本	599.43	924.13	2969.90	4297.51
毛利	103.79	265.88	713.46	1149.26
毛利率	14.8%	22.3%	19.4%	21.1%
其他业务				
收入	3727.37	4232.87	2552.87	2312.87
yoy	-15%	14%	-40%	-9%
成本	3413.53	3756.78	2261.35	2066.95
毛利	313.8	476.1	291.5	245.9
毛利率	8.4%	11.2%	11.4%	10.6%
合计				
收入	11093.00	12233.37	14061.46	16725.13
yoy	9.0%	10.3%	14.9%	18.9%
成本	9927.96	10452.69	11864.27	13979.51
毛利	1165.04	1780.68	2197.19	2745.62

毛利率	10.5%	14.6%	15.6%	16.4%
-----	-------	-------	-------	-------

资料来源: wind、天风证券研究所

综合上述假设, 我们预计公司 2023-2025 年可实现营业收入 122.3、140.6 和 167.3 亿元, 分别同比增加 10.3%、14.9%和 18.9%; 可实现归母净利润 9.19、11.67 和 15.27 亿元, 分别同比增长 92.97%、26.98%和 30.85%。

4.2. 估值

公司主营业务为配售电, 同时综合能源业务处于快速发展期, 我们选取主营业务为电网和综合能源相关的南网能源 (003035.SZ)、涪陵电力 (600452.SH) 和苏文电能 (300982.SZ) 作为可比公司。三家可比公司 2024 年的平均 PE 18.88 倍。考虑到公司配售电网的稀缺性以及综合能源业务的高速成长性, 我们给予公司 2024 年 20 倍 PE, 对应目标价 12.21 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 6: 可比估值表 (收盘日期 2023 年 5 月 21 日)

股票代码	公司名称	收盘价		EPS (元/股)			PE (倍)			
		2023/5/15	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
003035.SZ	南网能源	6.50	0.15	0.22	0.34	0.45	43.33	29.55	19.12	14.44
600452.SH	涪陵电力	19.35	0.67	0.85	0.94	1.07	28.88	22.76	20.59	18.08
300982.SZ	苏文电能	63.99	1.50	2.68	3.52	4.47	42.66	23.88	18.18	14.32
	行业平均							25.40	19.29	15.61
600116.SH	三峡水利	9.26	0.25	0.51	0.64	0.77	37.04	18.16	14.47	12.03

资料来源: wind, 天风证券研究所

注: 表中 EPS 预测值取自 wind 一致预期

5. 风险提示

(1) **宏观经济波动以及重庆市用电量需求增速不及预期:** 公司所处电力行业是国民经济重要的基础性行业, 宏观经济情况与工商业用电需求密切相关, 会对公司电力生产经营产生影响。

(2) **来水不及预期导致高毛利自发电量下滑:** 公司目前自有电源不足, 用户所需的大部分电力需要通过外购方式予以解决。当电力供应紧缺时, 公司组织外购电难度加大、综合购电成本上升, 可能对公司电力保供、电力业务盈利能力产生不利影响。

(3) **综合能源业务拓展推进不及预期:** 根据“十四五”战略发展规划, 公司积极拓展的综合能源、储能和市场化售电等新业务正在投入大量资金, 受宏观经济环境、行业发展形势以及业务市场竞争等因素影响, 公司新业务拓展时投资边界及投资收益等可能存在不及预期的风险。

(4) 报告中与公司经营和财务相关的测算具有一定的主观性, 请以公司实际披露的经营和财务数据为准。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,750.40	1,666.87	978.67	1,124.92	1,338.01
应收票据及应收账款	782.25	971.96	795.09	1,236.01	1,179.84
预付账款	72.30	153.84	81.35	185.60	128.94
存货	421.42	237.12	448.11	329.66	586.78
其他	1,293.55	1,235.95	1,829.13	1,928.08	2,122.24
流动资产合计	4,319.92	4,265.73	4,132.35	4,804.27	5,355.81
长期股权投资	1,500.41	1,649.17	1,649.17	1,649.17	1,649.17
固定资产	8,487.73	9,514.62	8,961.80	8,408.98	7,856.16
在建工程	1,179.66	644.59	3,144.59	5,144.59	6,644.59
无形资产	1,232.14	1,202.39	1,160.75	1,119.10	1,077.45
其他	4,077.21	4,058.83	3,999.42	4,002.83	3,992.80
非流动资产合计	16,477.15	17,069.60	18,915.72	20,324.66	21,220.17
资产总计	21,251.90	21,860.42	23,048.07	25,128.93	26,575.98
短期借款	2,133.32	1,602.55	2,501.29	2,768.92	3,041.29
应付票据及应付账款	963.61	1,396.86	1,042.10	1,726.23	1,535.66
其他	1,794.08	2,097.54	1,851.48	1,977.73	2,140.63
流动负债合计	4,891.01	5,096.95	5,394.87	6,472.88	6,717.58
长期借款	4,214.61	3,569.99	3,628.77	3,471.85	3,138.08
应付债券	0.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	794.76	722.17	750.00	736.09	743.04
非流动负债合计	5,009.36	5,292.16	5,378.77	5,207.93	4,881.12
负债合计	10,041.52	10,563.83	10,773.65	11,680.82	11,598.71
少数股东权益	286.52	254.12	263.40	275.19	290.61
股本	1,912.14	1,912.14	1,912.14	1,912.14	1,912.14
资本公积	6,541.10	6,551.50	6,551.50	6,551.50	6,551.50
留存收益	2,481.43	2,673.69	3,592.66	4,759.60	6,286.51
其他	(10.81)	(94.87)	(45.28)	(50.32)	(63.49)
股东权益合计	11,210.38	11,296.58	12,274.43	13,448.12	14,977.27
负债和股东权益总计	21,251.90	21,860.42	23,048.07	25,128.93	26,575.98

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	873.25	470.01	918.97	1,166.94	1,526.90
折旧摊销	552.43	582.08	594.47	594.47	594.47
财务费用	270.89	272.40	230.77	262.58	259.20
投资损失	(158.72)	(174.77)	(150.00)	(150.00)	(150.00)
营运资金变动	51.05	(690.67)	(230.71)	267.39	(349.13)
其它	(274.22)	395.55	14.16	11.79	15.42
经营活动现金流	1,314.68	854.60	1,377.66	2,153.17	1,896.86
资本支出	1,381.60	1,248.56	2,472.17	2,013.91	1,493.04
长期投资	499.13	148.76	0.00	0.00	0.00
其他	(3,650.01)	(2,166.96)	(4,831.93)	(3,863.91)	(2,843.04)
投资活动现金流	(1,769.28)	(769.64)	(2,359.76)	(1,850.00)	(1,350.00)
债权融资	666.00	32.32	244.32	(151.88)	(320.60)
股权融资	(245.91)	(73.66)	49.59	(5.04)	(13.17)
其他	195.65	(327.05)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	615.74	(368.38)	293.91	(156.92)	(333.77)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	161.14	(283.43)	(688.20)	146.25	213.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,176.64	11,093.01	12,233.38	14,061.48	16,725.15
营业成本	8,494.96	9,927.96	10,452.70	11,864.28	13,979.52
营业税金及附加	63.58	57.24	63.12	72.55	86.30
销售费用	17.76	24.17	26.91	30.94	36.80
管理费用	524.67	444.75	495.45	569.49	677.37
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	261.34	234.89	230.77	262.58	259.20
资产/信用减值损失	(71.83)	(32.20)	(31.00)	(31.00)	(31.00)
公允价值变动收益	258.57	(176.30)	4.88	0.00	0.00
投资净收益	158.72	174.77	150.00	150.00	150.00
其他	(819.35)	(56.37)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	1,288.23	494.13	1,088.31	1,380.63	1,804.96
营业外收入	12.64	83.20	15.00	15.00	15.00
营业外支出	177.56	28.81	20.00	20.00	20.00
利润总额	1,123.31	548.52	1,083.31	1,375.63	1,799.96
所得税	250.06	78.51	155.06	196.90	257.64
净利润	873.25	470.01	928.25	1,178.73	1,542.33
少数股东损益	8.30	(6.21)	9.28	11.79	15.42
归属于母公司净利润	864.96	476.22	918.97	1,166.94	1,526.90
每股收益(元)	0.45	0.25	0.48	0.61	0.80

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	93.62%	9.00%	10.28%	14.94%	18.94%
营业利润	79.79%	-61.64%	120.25%	26.86%	30.73%
归属于母公司净利润	39.52%	-44.94%	92.97%	26.98%	30.85%
获利能力					
毛利率	16.52%	10.50%	14.56%	15.63%	16.42%
净利率	8.50%	4.29%	7.51%	8.30%	9.13%
ROE	7.92%	4.31%	7.65%	8.86%	10.40%
ROIC	8.86%	4.24%	7.35%	8.01%	9.45%
偿债能力					
资产负债率	47.25%	48.32%	46.74%	46.48%	43.64%
净负债率	47.61%	50.35%	55.82%	50.68%	43.68%
流动比率	0.95	0.91	0.77	0.74	0.80
速动比率	0.87	0.86	0.68	0.69	0.71
营运能力					
应收账款周转率	14.17	12.65	13.85	13.85	13.85
存货周转率	29.67	33.69	35.71	36.16	36.50
总资产周转率	0.50	0.51	0.54	0.58	0.65
每股指标(元)					
每股收益	0.45	0.25	0.48	0.61	0.80
每股经营现金流	0.69	0.45	0.72	1.13	0.99
每股净资产	5.71	5.77	6.28	6.89	7.68
估值比率					
市盈率	20.47	37.18	19.27	15.17	11.60
市净率	1.62	1.60	1.47	1.34	1.21
EV/EBITDA	12.88	17.21	11.97	10.24	8.55
EV/EBIT	17.47	32.43	17.23	13.88	10.97

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com