

粤电力 A (000539.SZ)

买入

业绩环比改善，火电盈利修复可期，新能源转型稳步推进

核心观点

收入稳步增长，净利润大幅下滑。2022年前三季度，公司实现营业收入394.86亿元(+20.42%)，归母净利润-17.20亿元(-597.48%)，扣非归母净利润-17.50亿元(-323.71%)。2022年第三季度单季度，公司实现营业收入168.75亿元(+38.36%)，归母净利润-3.44亿元(+40.02%)，扣非归母净利润-3.50亿元(+48.52%)。公司收入增长主要系发电量和电价增加。前三季度，公司累计完成合并报表口径发电量858.96亿千瓦时，同比增加2.76%；完成上网电量810.44亿千瓦时，同比增加2.31%；上网电价方面，截至2022年9月30日，公司平均上网电价为542.94元/MWh(含税)，同比增加84.15元/MWh。净利润出现大幅下降主要系燃料成本增加影响，公司前三季度发电燃料成本319.72亿元，同比增加63.09亿元，增幅24.58%。

公司火电业务有望迎来盈利修复。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或出现下行，促进公司火电盈利改善。煤电市场化交易电价上浮，以及广东省出台一次能源价格传导机制，将有助于公司对冲燃料成本压力，促进公司火电盈利修复。

十四五期间新增装机规模大，贡献增量业绩。根据公司十四五规划，十四五期间，公司将新增新能源装机1400万千瓦，其中新增陆上风电项目装机规模约160万千瓦，新增海上风电项目装机规模约280万千瓦，新增光伏发电项目装机规模约960万千瓦。截至21年，公司新能源装机规模为1.97GW，意味着2022-2025年新增装机容量12GW，年均新增装机容量为3GW左右。此外，十四五期间，公司力争分别新增煤电、气电装机600、1000万千瓦，推动公司业绩进一步增长。

风险提示：行业政策不及预期；用电量下滑；煤价持续高位；电价下滑；新能源项目投运不及预期。

投资建议：预计归母净利润分别为-19.0、15.6、21.2亿元，EPS为-0.36、0.30、0.40元，当前股价对应PE为-14.3、17.4、12.8x，对应PB为1.3、1.2、1.1x。公司火电业务盈利修复有望持续，且风光新能源装机规模有望持续增长，贡献业绩增量。由于公司目前装机仍以火电为主，考虑到火电的重资产属性，对公司合理价值测算采用PB估值法。给予公司2023年1.4-1.5倍PB，对应6.20-6.64元/股合理价值，较目前股价有20%-29%的溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	28,329	44,167	52,948	60,613	69,363
(+/-%)	-3.5%	55.9%	19.9%	14.5%	14.4%
净利润(百万元)	1746	-3148	-1901.53	1560.03	2120.98
(+/-%)	52.3%	-280.3%	—	-182.0%	36.0%
每股收益(元)	0.33	-0.60	-0.36	0.30	0.40
EBIT Margin	15.8%	-10.5%	-3.2%	8.2%	10.6%
净资产收益率(ROE)	6.4%	-13.6%	-8.9%	6.8%	8.5%
市盈率(PE)	15.5	-8.6	-14.3	17.4	12.8
EV/EBITDA	9.8	-216.4	60.2	15.6	14.9
市净率(PB)	0.99	1.17	1.28	1.19	1.09

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(首次覆盖)
合理估值	6.20 - 6.64元
收盘价	5.17元
总市值/流通市值	27143/17330百万元
52周最高价/最低价	6.32/3.90元
近3个月日均成交额	172.44百万元

市场走势



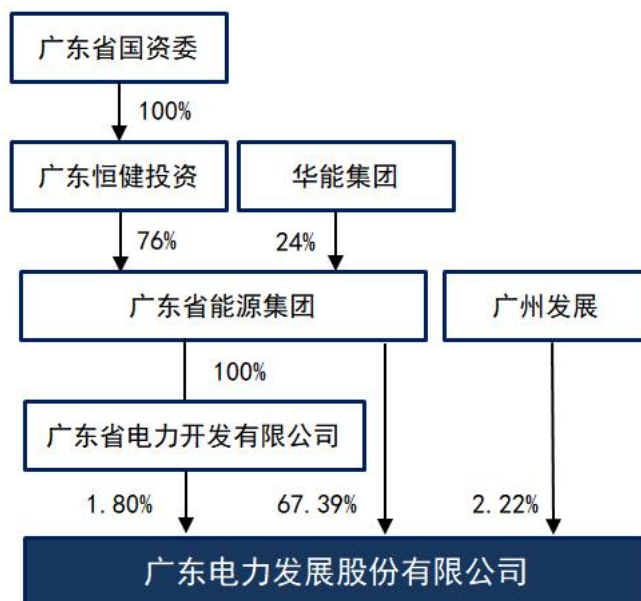
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

粤电力 A 是广东省最大电力上市公司，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。截至 2022 年三季度，公司拥有可控装机容量 3089.42 万千瓦，其中控股装机 2914.64 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 2055 万千瓦，占比 70.51%；气电控股装机容量 639.2 万千瓦，占比 21.93%；风电、水电、生物质等可再生能源发电控股装机容量 220.44 万千瓦，占比 7.56%。

公司实际控制人为广东省国资委，控股股东为广东省能源集团。截至 2022 年三季报，广东省能源集团直接持有公司 67.39% 股权，并通过广东省电力开发有限公司持有公司 1.80% 股权，合计持有公司 69.19% 股权，为公司控股股东。公司控股股东广东能源集团作为广东省属重点能源企业，可利用其资源、技术、资产规模等优势，支持公司项目资源开发与运营，助力公司业务战略发展目标落地。

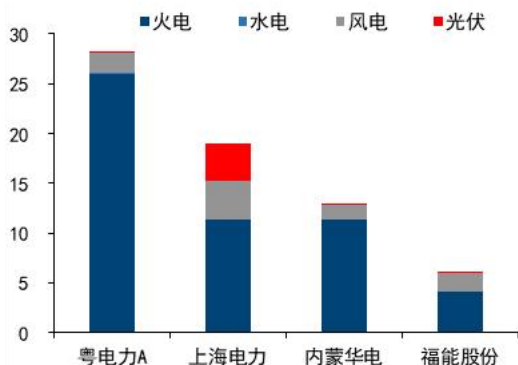
图1：粤电力 A 股权结构图



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

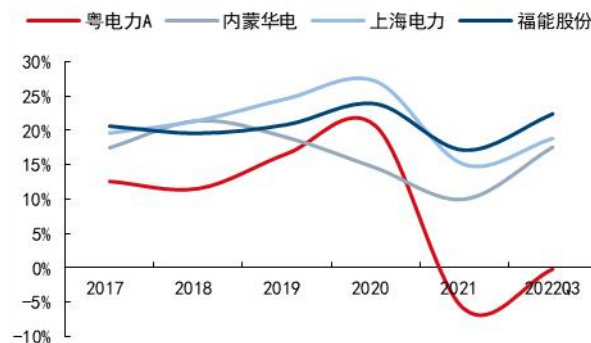
公司风光新能源装机占比及盈利能力均有待进一步提升。大型区域化的电力公司有粤电力 A、上海电力、内蒙华电、福能股份，目前各公司均大力发展风光新能源项目。从风光新能源装机占比来看，截至 2021 年，粤电力 A、上海电力、内蒙华电、福能股份的风光新能源累计装机容量分别为 1.97、7.66、1.45、1.85GW，在总装机容量中占比分别为 7.02%、40.20%、11.26%、30.85%。从毛利率、净利率、ROE 等指标来看，公司均差于可比公司，原因在于公司电厂均分布于广东沿海地区，燃料成本受进口煤价格影响较大，由于进口煤价格较高，公司燃料成本压力较大，火电业务仍处于亏损状态；同时，公司风光新能源装机规模较小，对公司业绩增长贡献有限。

图2: 2021年粤电力A与可比公司装机容量结构(GW)



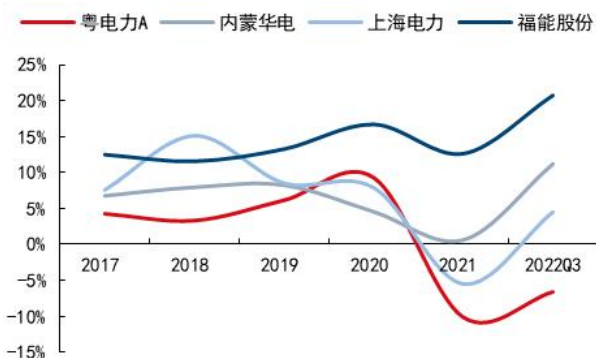
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 粤电力A与可比公司毛利率比较



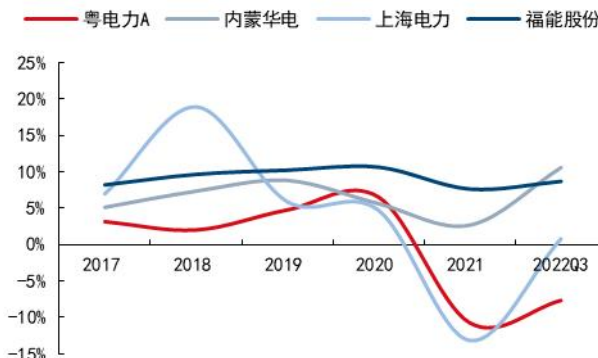
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 粤电力A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: 粤电力A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, 净利润大幅下滑。2022年前三季度, 公司实现营业收入394.86亿元(+20.42%), 归母净利润-17.20亿元(-597.48%), 扣非归母净利润-17.50亿元(-323.71%)。2022年第三季度单季度, 公司实现营业收入168.75亿元(+38.36%), 归母净利润-3.44亿元(+40.02%), 扣非归母净利润-3.50亿元(+48.52%)。公司收入增长主要系发电量和电价增加。前三季度, 公司累计完成合并报表口径发电量858.96亿千瓦时, 同比增加2.76%;完成上网电量810.44亿千瓦时, 同比增加2.31%;上网电价方面,截至2022年9月30日,公司平均上网电价为542.94元/MWh(含税),同比增加84.15元/MWh。净利润出现大幅下降主要系燃料成本增加影响,公司前三季度发电燃料成本319.72亿元,同比增加63.09亿元,增幅24.58%。

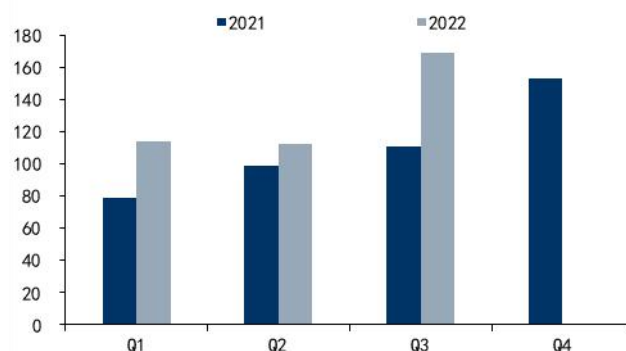
分不同电源来看,2022年前三季度,公司煤电发电量706.72亿千瓦时,同比增加4.37%;气电发电量114.38亿千瓦时,同比减少18.38%;风电发电量29.67亿千瓦时,同比增加191.17%;水电发电量2.94亿千瓦时,同比增加14.40%;生物质发电量5.25亿千瓦时,同比减少10.56%。

图6: 粤电力A 营业收入及增速 (单位: 亿元)



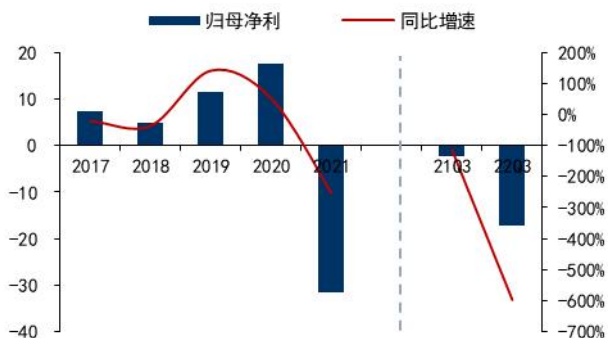
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 粤电力A 单季度营业收入 (单位: 亿元)



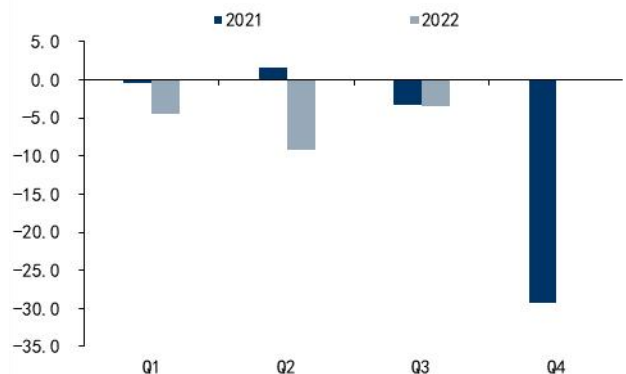
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 粤电力A 归母净利润及增速 (单位: 亿元)



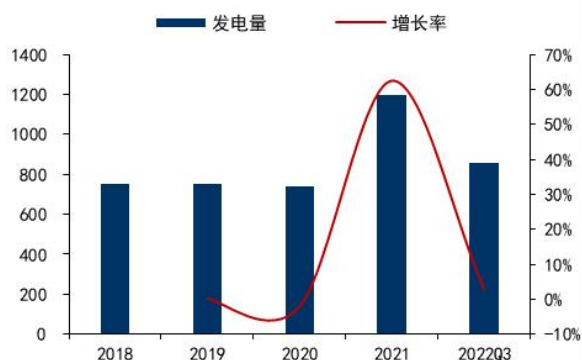
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 粤电力A 单季度归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 粤电力A 发电量情况 (亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

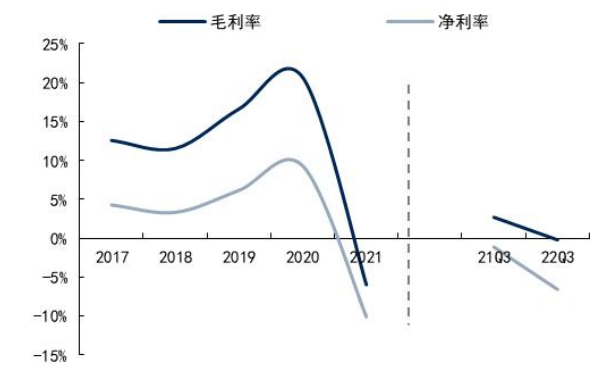
图11: 粤电力A 上网电量情况 (亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

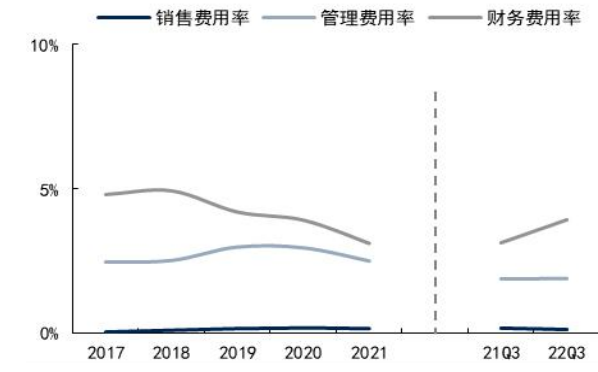
毛利率、净利率下降，费用率亦小幅增长。2022 年前三季度，公司毛利率为-0.21%，同比减少 2.90pct，主要系燃料价格上涨影响所致。费用率方面，公司管理费用率为 1.88%，与 2021 年同期持平；财务费用率为 3.93%，同比增加 0.80pct。净利率方面，公司净利率为-6.60%，同比减少 5.46pct，主要受燃料价格上涨致毛利率下降以及费用率增加影响所致。

图 12: 粤电力 A 毛利率、净利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

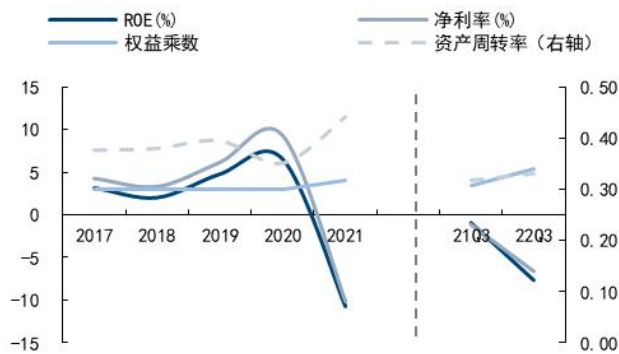
图 13: 粤电力 A 三项费用率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

ROE 下降，经营性净现金流有所下降。2022 年前三季度，公司 ROE 为-7.65%，同比减少 6.72pct，主要系公司净利率下降影响所致。现金流方面，前三季度，公司经营性净现金流为 25.69 亿元，同比减少 37.38%，主要系公司燃料成本大幅增长影响所致。

图 14: 粤电力 AROE 及杜邦分析



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 粤电力 A 现金流情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司火电业务有望迎来盈利修复。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。

近期，广东省能源局、南方能监局联合发布《关于 2023 年电力市场交易有关事项的通知》，《通知》中明确广东省 2023 年电力市场交易中一次能源价格传导机制，规定火电平均发电成本超过上浮部分，按照一定比例对年度或月度等电量进行补偿，相关费用由全部工商业用户分摊。此举有望弥补年度和月度交易的分时定价功能缺失，疏导电价±20%不能覆盖的成本上涨，有助于公司火电业务业绩改善并维持稳定。此外，根据各项成本综合判断，预计 2023 年广东煤电年度长协电价大

概率上浮 20%至 0.554 元/kwh，较 2022 年年度长协电价 0.497 元/kwh（较基准价上浮 9.7%）增加 0.057 元/kwh，增长 11.5%，长协电价上浮有助于对冲燃料成本压力，促进公司火电盈利修复。

十四五期间新增装机规模大，贡献增量业绩。根据公司十四五规划，十四五期间，公司将新增新能源装机 1400 万千瓦，其中新增陆上风电项目装机规模约 160 万千瓦，新增海上风电项目装机规模约 280 万千瓦，新增光伏发电项目装机规模约 960 万千瓦。截至 21 年，公司新能源装机规模为 1.97GW，意味着 2022-2025 年新增装机容量 12GW，年均新增规模 3GW 左右。此外，十四五期间，公司力争分别新增煤电、气电装机 600、1000 万千瓦，推动公司业绩进一步增长。

盈利预测

假设前提：

火电：根据公司十四五发展规划以及火电项目核准情况，预计 2022-2024 年公司新增火电装机规模分别为 150、150、450 万千瓦；利用小时数方面，参考公司过往利用小时数情况，同时考虑今年疫情影响和未来电力市场供需变化趋势，假设 2022 年公司火电利用小时数为 4150 小时，2023-2024 年则有所提升；电价方面，由于市场化交易电价上涨，2022 年火电电价有望大幅增长，而未来随着火电成本下降，预计火电电价将保持平稳，假设 2022-2024 年公司火电平均上网电价分别为 0.47、0.49、0.49 元/kwh（不含税）。

风光新能源发电：根据公司十四五发展规划及在建项目情况，假设公司 2022-2024 年新增风电装机 30、80、85 万千瓦，新增光伏装机 20、200、300 万千瓦；利用小时数方面，参考公司过往风光新能源项目利用小时数情况，同时考虑公司海上风电项目装机较多，假设 2022-2024 年公司新增风电利用小时数分别为 2000、2400、2400 小时，光伏则为 1200 小时；电价方面，未来公司新增的风光新能源项目均为平价项目，因而预计 2022-2024 年公司风电平均上网电价将有所下降，光伏上网电价则保持稳定。

综合以上假设，预计 2022-2024 年公司实现营业收入分别为 529.5/606.1/693.6 亿元，增长率分别为 19.9%/14.5%/14.4%。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。由于公司火电市场化电价上浮及风光新能源装机增长，因而公司盈利有望改善，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为-19.0/15.6/21.2 亿元。

表 1：公司电力业务收入测算

	2021	2022E	2023E	2024E
火电				
装机规模（万千瓦）	2602	2752	2902	3352
发电量（亿千瓦时）	1077	1111	1197	1337
上网电价（元/kwh）	0.41	0.47	0.49	0.49
营业收入（亿元）	415	492	556	622
毛利率		-2.7%	8.7%	10.0%
风电				
装机规模（万千瓦）	197	227	307	392
发电量（亿千瓦时）	18	39	53	72
上网电价（元/kwh）	0.60	0.60	0.58	0.56
营业收入（亿元）	11	23	29	38
毛利率		47.1%	69.4%	65.0%
光伏				
装机规模（万千瓦）		20	220	520
发电量（亿千瓦时）		1	14	44

上网电价（元/kwh）	0.45	0.45	0.45
营业收入（亿元）	1	6	20
毛利率	31.0%	31.0%	33.6%

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）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	44167	52948	60613	69363
营业成本	46815	51956	52803	58871
销售费用	65	78	90	103
管理费用	1182	1716	1675	1787
财务费用	1371	1939	2619	3989
营业利润	-5024	-3295	2762	3744
利润总额	-5056	-3328	2730	3712
归属于母公司净利润	-3148	-1902	1560	2121
EPS	-0.60	-0.36	0.30	0.40
ROE	-14%	-9%	7%	8%

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：公司为广东省主要电力企业，公司当前以火电装机为主，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且总体装机容量相当的上海电力、福能股份、内蒙华电作为可比公司。同时，公司加快风光新能源发展，选取新能源发电龙头企业龙源电力作为可比公司。

投资建议：我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 529.5、606.1、693.6 亿元，同比增长 19.9%、14.5%、14.4%；归母净利润分别为-19.0、15.6、21.2 亿元，EPS 为-0.36、0.30、0.40 元，当前股价对应 PE 为-14.3、17.4、12.8x，对应 PB 为 1.3、1.2、1.1x。公司火电业务盈利修复有望持续，且风光新能源装机规模有望持续增长，贡献业绩增量。由于公司目前装机仍以火电为主，考虑到火电的重资产属性，对公司合理价值测算采用 PB 估值法。给予公司 2023 年 1.4-1.5 倍 PB，对应 6.20-6.64 元/股合理价值，较目前股价有 20%-29%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 亿元	EPS				PB				投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
600021.SH	上海电力	9.74	274	-0.72	0.36	0.94	1.22	1.4	1.4	1.3	1.1	买入
600863.SH	内蒙华电	3.73	243	0.08	0.37	0.49	0.55	1.3	1.5	1.5	1.5	买入
600483.SH	福能股份	11.24	220	0.65	1.22	1.36	1.52	1.7	1.3	1.1	1.0	无
001289.SZ	龙源电力	20.01	1677	0.76	0.90	1.08	1.27	-	2.4	2.1	1.9	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：福能股份、龙源电力为 Wind 一致预测

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 6.20-6.64 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 PB 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。

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。

盈利预测的风险

在对公司火电、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、我们认为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我们预期；
- 2、若新能源项目投运增长不及预期，可能影响公司业绩增长；
- 3、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分部的业绩。

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、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。

3、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）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	5791	8105	1425	800	3235	营业收入	28329	44167	52948	60613	69363
应收款项	4332	7031	11330	14631	18643	营业成本	22472	46815	51956	52803	58871
存货净额	1590	2999	3391	3406	3758	营业税金及附加	254	294	352	403	462
其他流动资产	1777	4745	5688	6512	7452	销售费用	49	65	78	90	103
流动资产合计	13539	22880	21834	25348	33088	管理费用	899	1182	1716	1675	1787
固定资产	56375	65608	74869	98116	135891	财务费用	1109	1371	1939	2619	3989
无形资产及其他	2142	2659	2870	3093	3331	投资收益	301	834	401	401	401
投资性房地产	7227	15052	15052	15052	15052	资产减值及公允价值变动	(488)	(29)	(34)	(42)	(56)
长期股权投资	6687	8072	8631	9356	10246	其他收入	169	(269)	(568)	(620)	(753)
资产总计	85971	114271	123256	150966	197609	营业利润	3529	(5024)	(3295)	2762	3744
短期借款及交易性金融负债	10803	16058	16058	21390	30660	营业外净收支	(6)	(32)	(32)	(32)	(32)
应付款项	3758	8535	9651	9694	10697	利润总额	3522	(5056)	(3328)	2730	3712
其他流动负债	10803	13158	14992	15055	16602	所得税费用	887	(584)	(611)	501	682
流动负债合计	25365	37752	40701	46139	57959	少数股东损益	889	(1325)	(815)	669	909
长期借款及应付债券	20498	37634	45284	64084	94504	归属于母公司净利润	1746	(3148)	(1902)	1560	2121
其他长期负债	4365	6140	7242	8485	9859						
长期负债合计	24863	43774	52526	72569	104362	现金流量表（百万元）					
负债合计	50227	81526	93227	118708	162321	净利润	1746	(3148)	(1902)	1560	2121
少数股东权益	8373	9561	8746	9414	10323	资产减值准备	326	(458)	4	8	14
股东权益	27370	23185	21284	22844	24965	折旧摊销	3420	4118	3700	4357	5406
负债和股东权益总计	85971	114271	123256	150966	197609	公允价值变动损失	326	(458)	4	8	14
						财务费用	1109	1371	1939	2619	3989
关键财务与估值指标						营运资本变动	2408	39	(2587)	(4033)	(2754)
每股收益	0.33	(0.60)	(0.36)	0.30	0.40	其它	(1946)	(133)	719	2878	4483
每股红利	0.12	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	6281	(40)	(61)	4778	9283
每股净资产	5.21	4.42	4.05	4.35	4.75	资本开支	(7978)	(10732)	(13273)	(27836)	(43433)
ROIC	6.13%	-5.24%	-1%	5%	5%	其它投资现金流	(21)	50	0	0	0
ROE	6%	-14%	-9%	7%	8%	投资活动现金流	(8114)	(9131)	(13832)	(28561)	(44323)
毛利率	21%	-6%	2%	13%	15%	权益性融资	4	131	0	0	0
EBIT Margin	16%	-10%	-3%	8%	11%	负债净变化	2411	9942	7650	18800	30420
EBITDA Margin	28%	-1%	4%	15%	18%	支付股利、利息	(630)	0	0	0	0
收入增长	-4%	56%	20%	14%	14%	其它融资现金流	685	(10715)	0	5332	9269
净利润增长率	52%	-280%	—	-182%	36%	融资活动现金流	2517	7790	7213	23157	37475
资产负债率	68%	80%	83%	85%	87%	现金净变动	709	2314	(6680)	(625)	2435
股息率	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	5082	5791	8105	1425	800
P/E	15.5	(8.6)	(14.3)	17.4	12.8	货币资金的期末余额	5791	8105	1425	800	3235
P/B	1.0	1.2	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	0	(10663)	(13550)	(23454)	(34792)
EV/EBITDA	9.8	(216.4)	60.2	15.6	14.9	权益自由现金流	0	(11436)	(7483)	(1459)	1641

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