

浙能电力 (600023.SH)

买入

燃料价格上涨致净利下滑，火电盈利有望迎来改善

核心观点

营收稳步增长，净利润大幅下滑。2022年前三季度，公司实现营业收入608.84亿元(+20.77%)，归母净利润4.57亿元(-79.78%)，扣非归母净利润2.26亿元(-88.84%)。2022年第三季度单季度，实现营业收入249.61亿元(+21.04%)，归母净利润0.59亿元，扣非归母净利润0.48亿元，实现扭亏为盈。公司收入增长主要系发电量增长和上网电价上浮，前三季度，公司发电量1158.33亿千瓦时(+6.11%)，上网电量1094.70千瓦时(+6.04%)，平均上网电价0.436元/kwh(+21.12%)。公司净利润同比下滑主要系燃料成本增加影响。

火电项目建设推进，驱动公司业绩增长。截至2022年6月，公司乐清电厂三期(200万千瓦装机容量)、兰电C02捕集与利用示范项目在建，六横电厂二期(200万千瓦装机容量)、滨海热电四期、镇海天然气9F燃机迁建项目、镇海联合9E燃机异地搬迁项目待开工，萧山电厂储能示范项目和乐清电厂储能调频示范项目实现并网。公司全力推进重大项目的投资建设，增强发展动能。

火电业务盈利有望持续修复。国家政策大力推动煤炭保供调价，预计公司煤炭长协覆盖率、执行率及履约率有望改善，推动公司火电燃料成本边际下行。同时，煤电市场化交易电价上浮，预计未来煤电市场化交易电价有望保持上浮态势，进一步推动公司火电业务盈利修复。

回购注销股本，增厚EPS提升投资收益。公司自2021年11月以来开始实施股份回购，截至2022年8月，公司完成股份回购，累计回购公司股份1.92亿股，占公司总股本的1.41%。回购完成后，公司将所回购股份全部进行注销。目前，公司总股本为134.09亿股。随着公司总股本减少，未来公司盈利修复改善，将增厚公司EPS，有助于增加投资者收益。

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。

投资建议：预计2022-2024年公司归母净利润分别为7.9、23.5、26.8亿元，2023-2024年同比增长199.5%、13.7%；EPS分别为0.06、0.17、0.19元，当前股价对应PE为58.0、19.4、17.0x，对应PB分别为0.70、0.68、0.65x。考虑到公司火电业务的重资产属性，采用PB估值法对公司进行合理价值测算。给予公司2023年0.8-0.9倍PB，对应公司权益市值为529.3-595.5亿元，对应4.00-4.50元/股合理价值，较当前股价有18%-32%的溢价。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)	51,684	71,073	85,807	89,908	91,064
(+/-%)	-4.9%	37.5%	20.7%	4.8%	1.3%
净利润(百万元)	6086	-855	785.93	2353.53	2676.00
(+/-%)	41.8%	-114.1%	-191.9%	199.5%	13.7%
每股收益(元)	0.45	-0.06	0.06	0.18	0.20
EBIT Margin	11.5%	-4.5%	-0.1%	3.8%	4.5%
净资产收益率(ROE)	9.0%	-1.3%	1.2%	3.5%	3.8%
市盈率(PE)	7.6	-54.1	58.0	19.4	17.0
EV/EBITDA	7.3	35.1	17.3	10.8	10.3
市净率(PB)	0.68	0.72	0.70	0.68	0.65

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

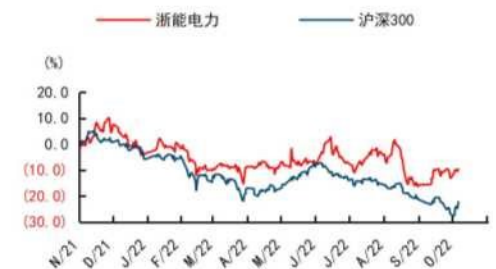
zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	4.00 - 4.50元
收盘价	3.40元
总市值/流通市值	45591/45591百万元
52周最高价/最低价	4.20/3.09元
近3个月日均成交额	105.02百万元

市场走势



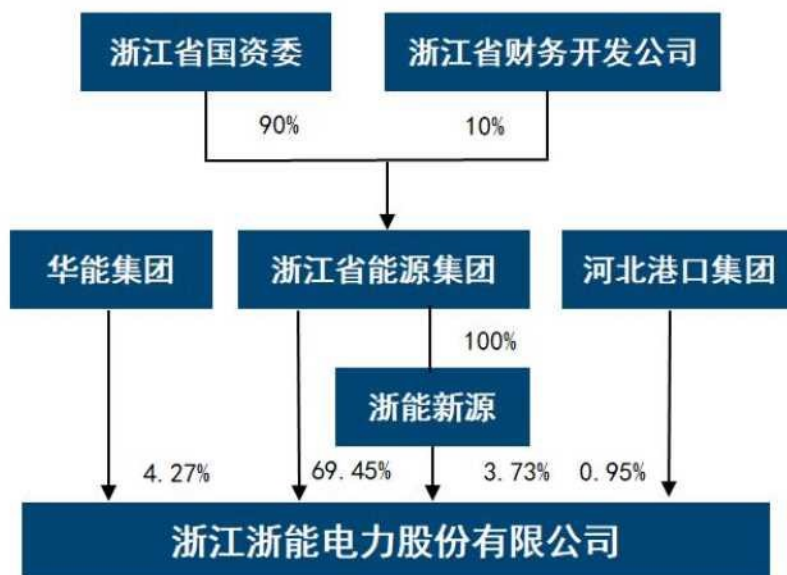
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

浙能电力是浙江省内规模最大的发电企业，主要从事火电、气电、核电、热电联产、综合能源等业务，管理及控股发电企业主要集中在浙江省内。公司管理及控股装机容量约占省统调火电装机容量的一半左右，在浙江电力市场中占有较大份额。截至 2021 年，公司总装机容量为 3307.4 万千瓦，其中煤电机组装机容量为 2887.5 万千瓦，气电机组装机容量为 402.7 万千瓦。公司除火电行业外，深度布局核电领域，参股中国核电以及秦山核电、核电秦山联营、秦山第三核电、三门核电、中核辽宁核电、中核海洋核动力、三澳核电、中核燕龙、国核浙能等核电及核能多用途公司。此外，公司于 2022 年 7 月参与中核汇能增资扩股，获得中核汇能 4.80% 股权，中核汇能风光新能源装机增长快速，未来有望为公司带来可观的投资收益。

公司实际控制人为浙江省国资委，控股股东为浙江省能源集团。截至 2022 年三季报，浙江省国资委间接持有公司 69.45% 股权，为公司的实际控制人；公司控股股东浙江省能源集团直接持有公司 69.45% 股权，并通过浙能新源间接持有公司 3.73% 股权，合计持有公司 73.18% 股权。

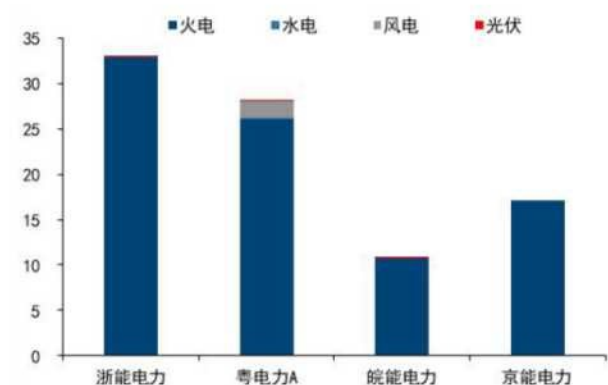
图1：浙能电力股权结构图



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

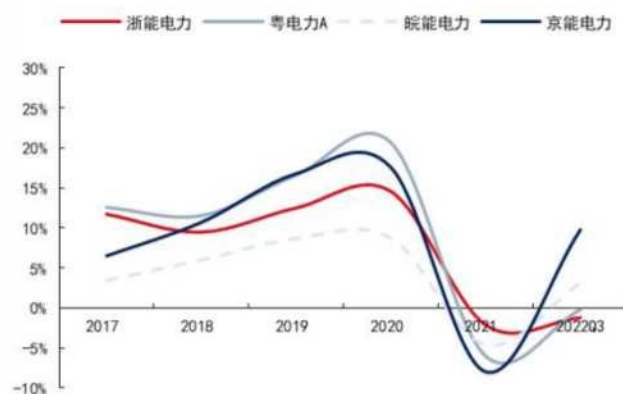
浙能电力装机规模大于可比公司，盈利水平略好于可比公司。浙能电力为浙江省区域的电力运营平台，选择同为区域电力运营平台的粤电力 A、皖能电力、京能电力作为可比公司。从装机规模来看，截至 2021 年，浙能电力、粤电力 A、皖能电力、京能电力装机规模分别为 33.07、28.13、10.90、17.14GW，浙能电力装机规模居前；此外，上述公司新能源装机规模均较少，未来新能源项目发展可能有所加快。从毛利率、净利率、ROE 等盈利能力指标来看，浙能电力毛利率处于中游水平，但公司净利率、ROE 等盈利指标略好于可比公司。公司净利率、ROE 指标相对较好的原因在于，公司除具有火电资产外，同时深度布局核电领域，参股多家核电及核能多用途公司，投资收益较为可观，增厚公司整体净利润水平，使得公司净利率水平相对较高。

图2：2021年浙能电力与可比公司装机规模比较（万千瓦）



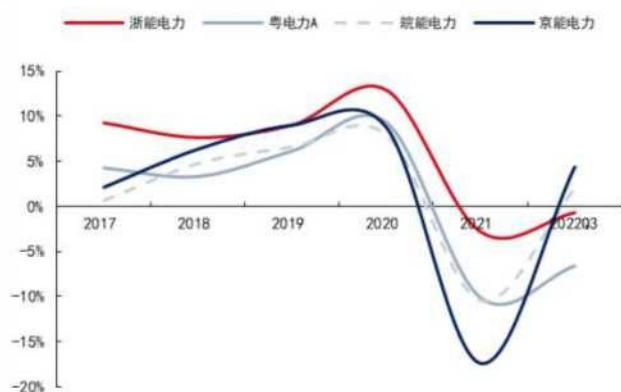
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：浙能电力与可比公司毛利率比较



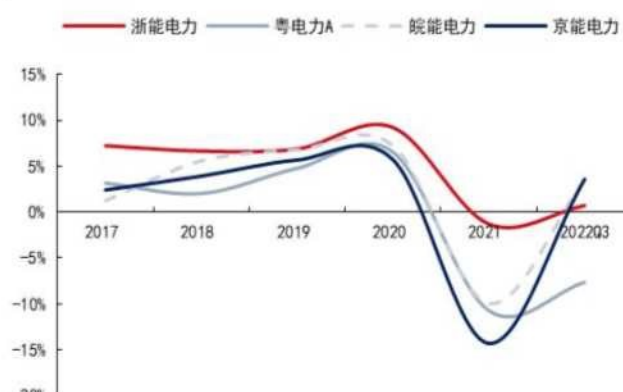
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：浙能电力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：浙能电力与可比公司ROE比较

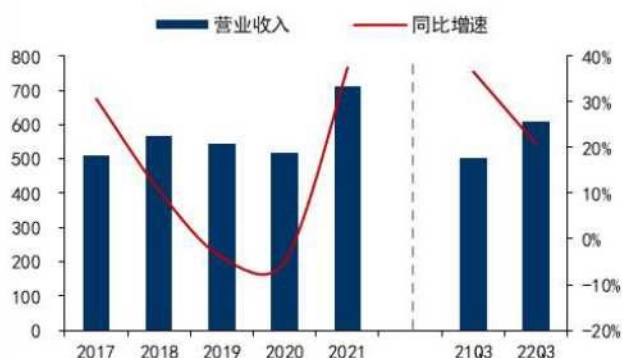


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

营收稳步增长，净利润大幅下滑。2022年前三季度，公司实现营业收入608.84亿元（+20.77%），归母净利润4.57亿元（-79.78%），扣非归母净利润2.26亿元（-88.84%）。2022年第三季度单季度，实现营业收入249.61亿元（+21.04%），归母净利润0.59亿元，扣非归母净利润0.48亿元，实现扭亏为盈。公司收入增长主要系发电量增长和上网电价上浮，前三季度，公司发电量1158.33亿千瓦时（+6.11%），上网电量1094.70亿千瓦时（+6.04%），平均上网电价0.436元/kwh（+21.12%）。公司净利润同比下滑主要系燃料成本增加影响。

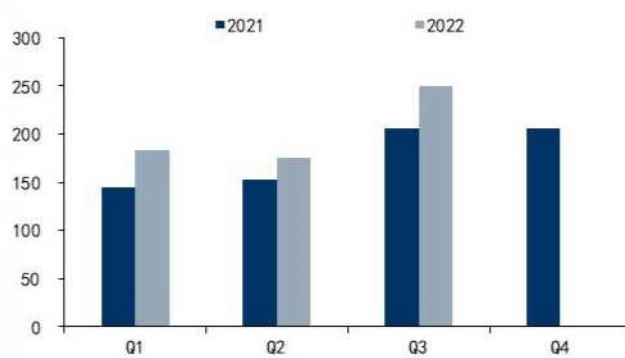
分不同电源来看，2022年前三季度，公司火电发电量1157.09亿千瓦时（+6.12%），上网电量1093.52亿千瓦时（+6.05%）；光伏发电量1.16亿千瓦时（-5.85%），上网电量1.11亿千瓦时（-7.08%）；风电发电量0.08亿千瓦时，上网电量0.07亿千瓦时。第三季度单季度，公司火电发电量485.17亿千瓦时（+17.44%），上网电量458.61亿千瓦时（+14.72%）；光伏发电量0.48亿千瓦时（+0.45%），上网电量0.47亿千瓦时（+1.03%）；风电发电量0.03亿千瓦时，上网电量0.03亿千瓦时。

图6: 浙能电力营业收入及增速情况 (亿元)



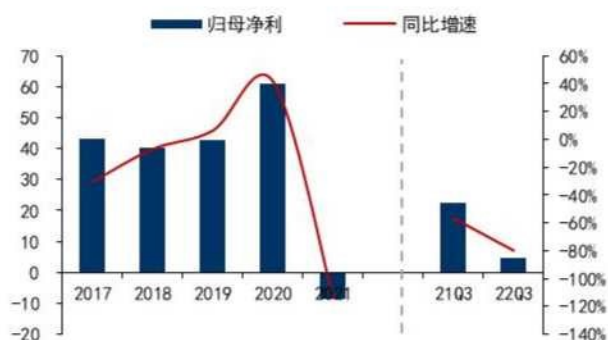
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 浙能电力单季度营业收入情况 (亿元)



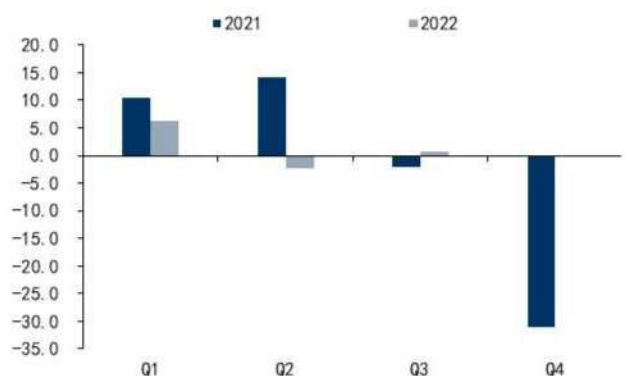
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 浙能电力归母净利润及增速情况 (亿元)



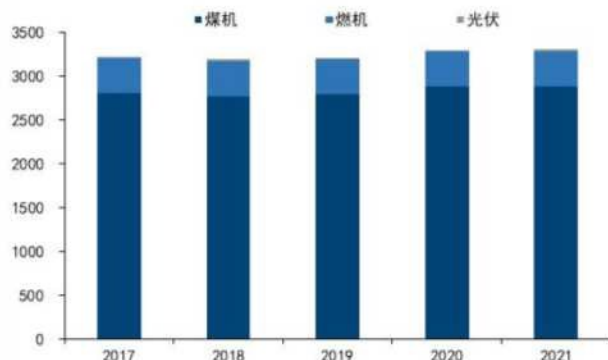
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 浙能电力单季度归母净利润情况 (亿元)



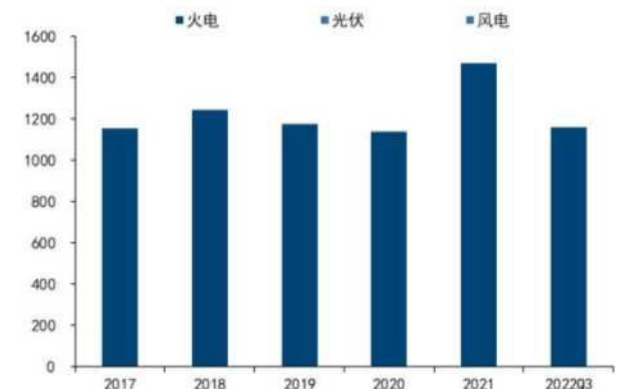
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 浙能电力累计装机规模 (万千瓦)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

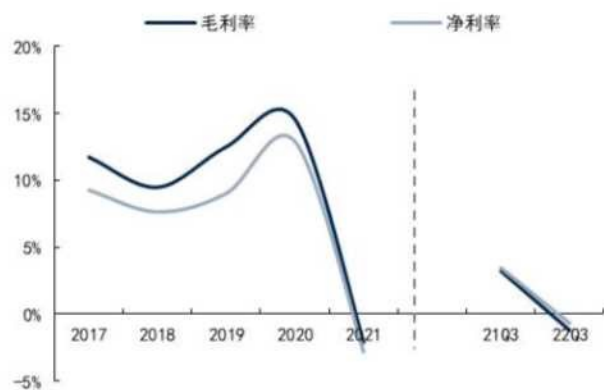
图11: 浙能电力发电量情况 (亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

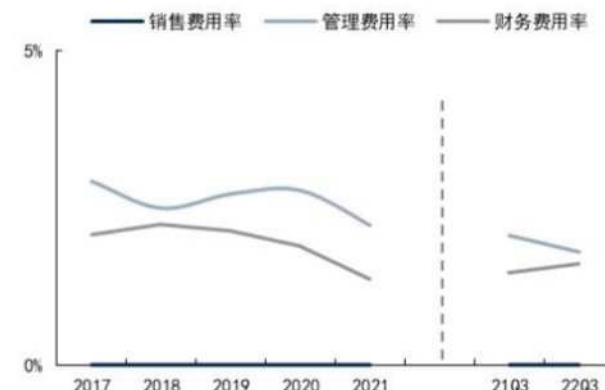
毛利率、净利率同比下滑，费用率有所下降。2022年前三季度，公司毛利率为-1.21%，同比减少4.43pct，主要系燃料成本增加影响所致。费用率方面，前三季度，公司管理费用率为1.79%，同比减少0.26pct；财务费用率1.60%，同比增加0.14pct，整体来看，公司费用率有所下降。净利率方面，由于公司毛利率大幅下降，公司净利率为-0.69%，同比减少4.14pct。

图12: 浙能电力毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

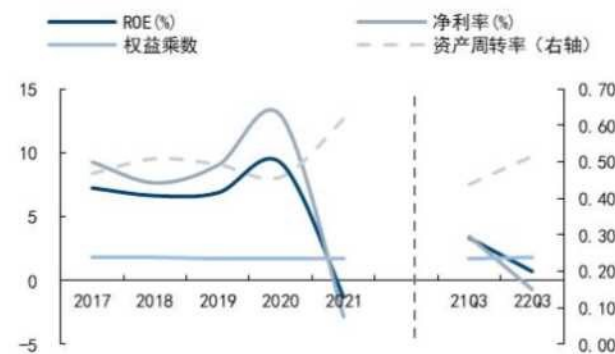
图13: 浙能电力三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

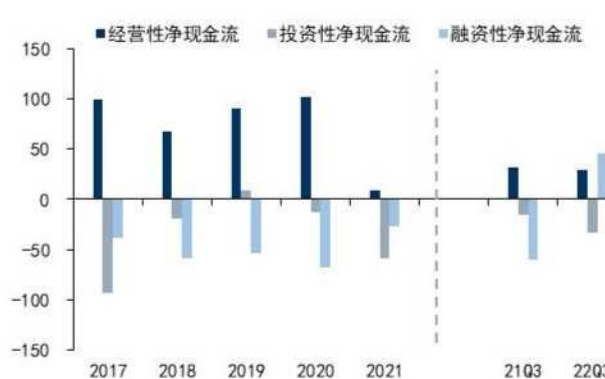
ROE 和经营性净现金流均有所下滑。2022年前三季度，公司ROE为0.72%，同比减少2.61pct，主要系净利率下降影响所致。现金流方面，2022年前三季度，公司经营性净现金流为28.88亿元，同比下降8.10%，主要系燃料成本增加影响；投资性净现金流出32.81亿元，同比大幅增加，主要系在建工程投入及对外投资增加所致；融资性净现金流入45.37亿元，主要系借款收到的现金增加所致。

图14: 浙能电力 ROE 变化情况及杜邦分析



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 浙能电力现金流变化情况



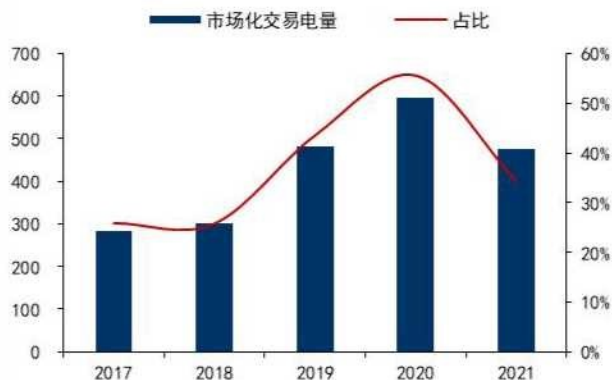
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

火电项目建设推进, 驱动公司业绩增长。截至2022年6月, 公司乐清电厂三期(200万千瓦装机容量)、兰电CO₂捕集与利用示范项目在建, 六横电厂二期(200万千瓦装机容量)、滨海热电四期、镇海天然气9F燃机迁建项目、镇海联合9E燃机异地搬迁项目待开工, 萧山电厂储能示范项目和乐清电厂储能调频示范项目实现并网。公司全力推进重大项目的投资建设, 增强发展动能。

火电业务盈利有望持续修复。国家政策大力推动煤炭保供调价, 预计公司煤炭长协覆盖率、执行率及履约率有望改善, 推动公司火电燃料成本边际下行。同时, 煤电市场化交易电价上浮, 2022年前三季度, 公司平均上网电价0.436元/kwh(不

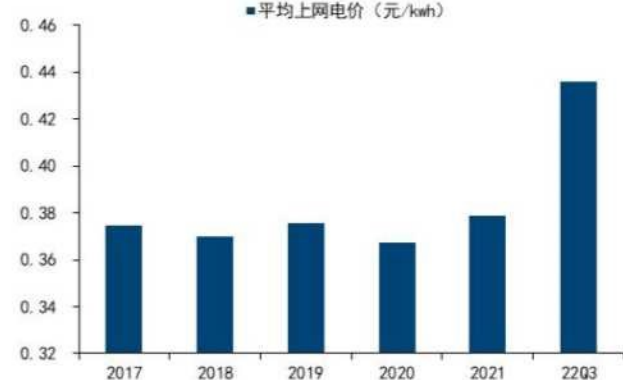
含税)，同比增长 21.12%，预计未来煤电市场化交易电价有望保持上浮态势，进一步推动公司火电业务盈利修复。

图 16: 浙能电力市场化交易电量情况 (亿千瓦时)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 浙能电力平均上网电价情况 (元/kwh)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

回购注销股本，增厚 EPS 提升投资收益。公司自 2021 年 11 月以来开始实施股份回购，截至 2022 年 8 月，公司完成股份回购，累计回购公司股份 1.92 亿股，占公司总股本的 1.41%。回购完成后，公司将所回购股份全部进行注销。目前，公司总股本为 134.09 亿股。随着公司总股本减少，未来公司盈利修复改善，将增厚公司 EPS，有助于增加投资者收益。

盈利预测

假设前提:

- 1) 火电方面，根据公司在建项目及未来发展规划，乐清电厂三期 200 万千瓦将于 2023 年迎峰度夏期间建成投产，因而预计 2023 年公司煤电将新增装机 200 万千瓦，燃机装机规模 2022-2024 年保持不变；利用小时数方面，由于整体电力供需格局仍偏紧，预计 2022-2024 年公司火电利用小时数维持在较高水平，假设 2022-2024 年利用小时数与 2021 年大体持平；电价方面，由于煤电成本上升，预计公司 2022 年煤电市场化交易交易电价将大幅上涨，而 2023、2024 年将于 2022 年电价持平。
- 2) 风光新能源方面，根据公司发展规划，假设 2022-2024 年暂无新增风光新能源装机；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，假设与 2021 年利用小时数持平；电价方面，由于无新增项目，因而假设上网电价与 2021 年持平。
- 3) 供热业务方面，参考公司过往蒸汽销量增速，假设 2022-2024 年公司蒸汽销量增速分别为 10%、6%、6%。毛利率则参考公司过往水平，假设与 2021 年持平。
- 4) 投资收益方面，随着公司新增投资增加，以及联营、联营企业的业绩增长，预计公司投资收益将有望大幅增长；同时，参考公司 2022 年前三季度投资收益水平，假设 2022-2024 年公司投资收益分别为 30.78、32.78、34.78 亿元。
- 5) 成本及期间费用方面，主要考虑煤炭价格变化趋势、煤电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。

综合以上假设,预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 858.1/899.1/910.6 亿元,增长率分别为 21%/5%/1%。由于火电市场化交易电价上浮以及燃料成本下降,同时公司投资收益稳健,因而公司净利润将快速增长,我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 7.9/23.5/26.8 亿元。

表 1: 公司电力业务收入测算

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
火电						
装机规模 (万千瓦)	3192.6	3281.9	3290.2	3290.2	3490.2	3490.2
煤机	2790.0	2879.3	2887.5	2887.5	3087.5	3087.5
燃机	402.6	402.6	402.7	402.7	402.7	402.7
发电量 (亿千瓦时)	1173.2	1135.4	1468.1	1602.9	1708.9	1708.9
平均上网电价 (元/KWh)	0.37	0.37	0.38	0.45	0.44	0.44
营业收入 (亿元)	414.3	392.4	525.4	655.3	686.7	686.7
毛利率				3.6%	8.6%	9.5%
光伏						
装机规模 (万千瓦)	16.4	16.4	17.2	17.2	17.2	17.2
发电量 (亿千瓦时)	1.7	1.8	1.6	1.8	1.8	1.8
平均上网电价 (元/KWh)	0.88	0.87	0.86	0.86	0.86	0.86
营业收入 (亿元)	1.5	1.5	1.3	1.5	1.5	1.5
毛利率				77.9%	77.9%	77.9%

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	71073	85807	89908	91064
营业成本	72575	81547	81982	82412
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1755	2624	2758	2806
财务费用	965	1067	1178	1261
营业利润	-2921	1880	5815	6624
利润总额	-2828	1973	5908	6717
归属于母公司净利润	-855	786	2354	2676
EPS	-0.06	0.06	0.18	0.20
ROE	-1.3%	1.2%	3.5%	3.8%

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:浙能电力为浙江省区域电力运营平台,电力装机以火电为主。选择同为区域电力运营平台、装机规模相当且装机规模以火电为主的粤电力 A、皖能电力、京能电力作为可比公司。

投资建议:我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 858.1、899.1、910.6 元,同比增长 20.7%、4.8%、1.3%;归母净利润分别为 7.9、23.5、26.8 亿元,2023-2024 年同比增长 199.5%、13.7%;EPS 分别为 0.06、0.17、0.19 元,当前股价对应 PE 为 58.0、19.4、17.0x,对应 PB 分别为 0.70、0.68、0.65x。考虑到公司火电业务的重资产属性,采用 PB 估值法对公司进行合理价值测算。给予公司 2023 年 0.8-0.9 倍 PB,对应公司权益市值为 529.3-595.5 亿元,对应 4.00-4.50 元/股合理价值,较当前股价有 18%-32%的溢价。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				PB				投资评级
			亿元		21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
000539.SZ	粤电力 A	4.87	256		-0.60	-0.12	0.24	0.42	1.3	1.1	1.0	0.9	无
000543.SZ	皖能电力	4.81	109		-0.10	0.33	0.42	0.50	1.0	0.8	0.8	0.8	无
600578.SH	京能电力	3.30	221		0.33	1.72	2.16	2.57	1.1	1.0	1.0	0.9	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 表中数据均为 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 4.00-4.50 元之间, 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、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、公司净利润的重要来源是参股核电公司投资收益, 若未来电力市场需求不及预期, 亦或是核电燃料成本上升, 公司参股核电公司盈利出现下降, 将会影响公司投资收益, 进而使得业绩业绩增长不及预期。

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、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	18567	10864	15295	17629	23153	营业收入	51684	71073	85807	89908	91064
应收款项	6184	9573	11558	12110	12266	营业成本	44147	72575	82709	83126	83544
存货净额	2734	4329	4989	5009	5024	营业税金及附加	441	465	561	588	596
其他流动资产	2357	2087	2520	2641	2675	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	29842	27152	34839	38151	44338	管理费用	1593	1755	2624	2758	2806
固定资产	50217	48916	48290	49882	51271	财务费用	976	965	1059	1164	1245
无形资产及其他	2127	2385	2459	2540	2626	投资收益	3183	1578	3078	3278	3478
投资性房地产	7413	10226	10226	10226	10226	资产减值及公允价值变动	(6)	(19)	(18)	(18)	(18)
长期股权投资	24914	27015	28882	30716	32650	其他收入	124	206	(34)	282	290
资产总计	114512	115694	124696	131515	141111	营业利润	7827	(2921)	1880	5815	6624
短期借款及交易性金融负债	7994	12162	14388	12162	12162	营业外净收支	(7)	93	93	93	93
应付款项	5947	8190	9438	9475	9504	利润总额	7821	(2828)	1973	5908	6717
其他流动负债	2757	2745	3189	3205	3216	所得税费用	1147	(827)	388	1162	1321
流动负债合计	16698	23097	27015	24842	24882	少数股东损益	587	(1145)	799	2393	2721
长期借款及应付债券	18663	18136	21636	26536	31436	归属于母公司净利润	6086	(855)	786	2354	2676
其他长期负债	2838	2673	2897	2916	2942						
长期负债合计	21500	20809	24534	29452	34378	现金流量表（百万元）					
负债合计	38198	43906	51548	54294	59260	净利润	6086	(855)	786	2354	2676
少数股东权益	8466	7856	8430	10149	12104	资产减值准备	(147)	13	(1)	(0)	0
股东权益	67849	63932	64718	67072	69748	折旧摊销	5697	5775	5731	5890	6094
负债和股东权益总计	114512	115694	124696	131515	141111	公允价值变动损失	(147)	13	(1)	(0)	0
						财务费用	976	965	1059	1164	1245
关键财务与估值指标						营运资本变动	448	(2498)	(1000)	(639)	(165)
每股收益	0.45	(0.06)	0.06	0.18	0.20	其它	(1809)	(1602)	(1444)	(396)	(279)
每股红利	0.13	0.10	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	10128	846	4070	7209	8326
每股净资产	4.99	4.70	4.83	5.00	5.20	资本开支	(3202)	(4712)	(5563)	(7562)	(7570)
ROIC	6.20%	-3.28%	0%	4%	4%	其它投资现金流	21	(298)	(179)	(286)	(458)
ROE	8.97%	-1.34%	1.21%	3.51%	3.84%	投资活动现金流	(1233)	(5864)	(7609)	(9682)	(9962)
毛利率	15%	-2%	4%	8%	8%	权益性融资	108	28	0	0	0
EBIT Margin	11%	-5%	-0%	4%	4%	负债净变化	(2689)	(527)	3500	4900	4900
EBITDA Margin	23%	4%	7%	10%	11%	支付股利、利息	(1714)	(1360)	0	0	0
收入增长	-5%	38%	21%	5%	1%	其它融资现金流	(4678)	(1301)	2226	(2226)	0
净利润增长率	42%	-114%	-192%	199%	14%	融资活动现金流	(6771)	(2711)	7970	4807	7160
资产负债率	41%	45%	48%	49%	51%	现金净变动	2114	(7703)	4431	2334	5524
股息率	3.7%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	16453	18567	10864	15295	17629
P/E	7.6	(54.1)	58.0	19.4	17.0	货币资金的期末余额	18567	10864	15295	17629	23153
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	企业自由现金流	0	(3705)	(927)	419	1644
EV/EBITDA	7.3	35.1	17.3	10.8	10.3	权益自由现金流	0	(5533)	3948	2159	5544

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