

黔源电力 (002039.SZ)

持有 (首次评级)

水光共绘成长蓝图，增添经营业绩弹性

投资要点:

➤ 背靠央企华电及贵州省国资。

公司出身于贵州、运营资产也基本集中在省内。自1993年成立以来，公司专注于水力发电站的开发、建设与经营管理，并在2005年成功登陆深交所中小板。公司在贵州省“两江一河”流域拥有丰富的水电资源。截至3Q24末，华电集团直接持股15.89%、通过乌江水电持股6.32%，合计持有公司22.21%的股权。

➤ 水光互补，展现强大业绩弹性+长期增长潜力。

水电发电量受自然条件影响波动性较大，公司通过优化债务结构以及拓展光伏等新能源领域优化电力结构，展现出强大的业绩弹性和长期增长潜力。自2020年提出“零突破”的光伏发展目标以来，公司已在镇宁县董箐、关岭县光照、关岭县马马崖等地投资建设了总装机容量达75万千瓦的水光互补农业光伏电站，并成功实现了并网发电，为公司在新能源领域的拓展奠定了坚实基础。公司近年现金流情况优秀，根据公司净利润、折旧与摊销、分红，匡算公司每年的可供支配现金流，2021-2023年年均匡算可用资金10.84亿元。

➤ 国企改革行动进行时，水电资产注入获机遇

2020年政府提出国资国企改革三年行动计划，2022年国资委发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》，旨在通过优化上市平台布局、完善治理等措施提升央企上市公司质量。《方案》要求通过资产重组优化产业布局，提升上市公司竞争力，支持重点企业上市，对分拆上市进行充分论证。公司股东华电集团自2020年起整合新能源资产，通过华电福新私有化退市，成立华电新能；2023年完成华电煤业资产注入华电能源。在水电资产方面，黔源电力作为集团唯一的水电上市平台，有望通过注入乌江、金中、金上等大型水电资产，迎来新的发展机遇。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预测24-26年公司营收分别为17.71/25.96/25.96亿元，归母净利润分别为2.52/4.82/4.98亿元，EPS分别为0.59/1.13/1.17元，对应2月7日收盘价PE分别为24.3/12.7/12.3倍。首次覆盖给予“持有”评级。

➤ 风险提示

水库流域来水偏枯；市场交易电价波动；需求下降导致电力销售受阻。

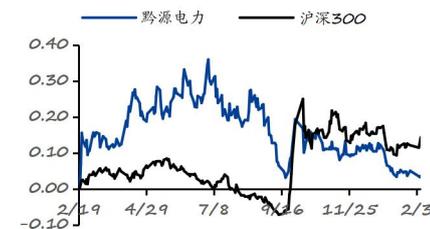
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,613	1,990	1,771	2,596	2,596
增长率	28%	-24%	-11%	47%	0%
净利润(百万元)	414	265	252	482	498
增长率	77%	-36%	-5%	92%	3%
EPS(元/股)	0.97	0.62	0.59	1.13	1.17
市盈率(P/E)	14.8	23.1	24.3	12.7	12.3
市净率(P/B)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-02-07
收盘价:	14.31元
总股本/流通股本(百万股)	427.56/427.56
流通A股市值(百万元)	6,118.36
每股净资产(元)	9.28
资产负债率(%)	56.09
一年内最高/最低价(元)	18.99/13.84

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 严家源(S0210524050013)
 yjy30561@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1 贵州区域性水电龙头，聚焦水电盈利稳定	3
1.1 贵州“两江一河”九水电站	3
2 现金流价值待重估，资产注入预期看好	6
2.1 新能源开发节奏收放自如，充沛现金流价值待重估	6
2.2 资产整合加速，有望带来发展新机遇	7
3 盈利预测与投资建议	8
3.1 盈利预测	8
3.2 估值分析	9
3.3 投资建议	10
4 风险提示	10

图表目录

图表 1: 黔源电力股权结构 (24Q3)	3
图表 2: 黔源电力控股水电站梳理	4
图表 3: 2011-2024H1 黔源电力水电发电量及增速	4
图表 4: 2011-2024H1 黔源电力水电平均利用小时及增速	5
图表 5: 2011-2024H1 黔源电力水电板块营业收入	5
图表 6: 2011-2023 年黔源电力电力业务营业成本结构	5
图表 7: 2011-2023 黔源电力电力业务营业成本项目占比	5
图表 8: 2014-2024Q3 年黔源电力归母净利润	6
图表 9: 2016-2024Q3 黔源电力毛利率&净利率	6
图表 10: 2011-2024Q3 年黔源电力现金流状况	6
图表 11: 2010-2023 年黔源电力匡算可用资金	7
图表 12: 2022-2026 年黔源电力水电板块盈利预测	8
图表 13: 2022-2026 年黔源电力光伏板块盈利预测	8
图表 14: 2022-2026 年黔源电力盈利预测	9
图表 15: 可比公司估值表	9
图表 16: 黔源电力近三年 PE-Band	10
图表 17: 财务预测摘要	11



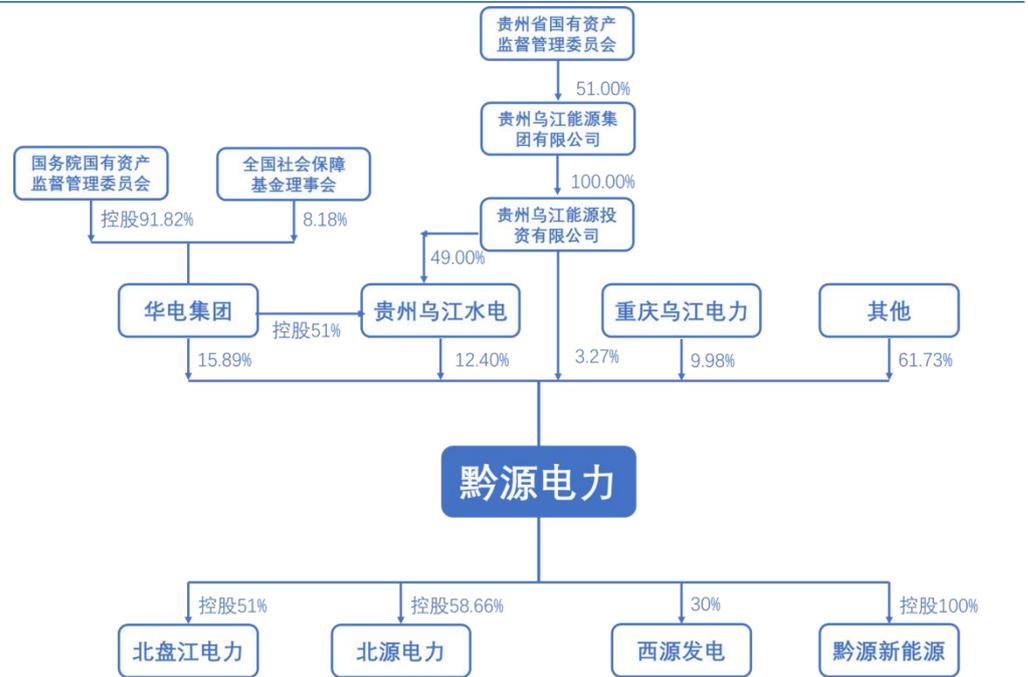
1 贵州区域性水电龙头，聚焦水电盈利稳定

1993年10月，公司由贵州省电力投资公司、国能中型水电实业开发公司、贵州新能实业发展公司、贵州省普定县资源开发公司联合发起成立。2005年，公司17.65%的股份由贵州省电力投资公司无偿划转至中国华电集团公司。同年3月3日，黔源电力在深交所中小板成功上市。

华电集团作为黔源电力的控股股东，是一家在2002年底国家电力体制改革中组建的国有独资发电企业。作为国务院国资委监管的特大型中央企业，其主营业务涵盖电力生产、热力生产和供应，以及与电力相关的煤炭等一次能源开发和相关专业技术服务。截至3Q24末，华电集团直接持股15.89%、通过乌江水电持股6.32%，合计持有公司22.21%的股权。

公司出身于贵州、运营资产也基本集中在省内。截至24Q3，贵州省国资委控股贵州乌江能源投资有限公司直接持股1.67%，并通过乌江水电持股3.10%，合计持有公司4.77%的股权。

图表 1: 黔源电力股权结构 (24Q3)



数据来源: iFInD, 华福证券研究所

1.1 贵州“两江一河”九水电站

公司主要经营电力供应相关业务，专注于水力发电站的开发、建设与经营管理。自上市以来，公司一直投身于贵州“两江一河”（北盘江、芙蓉江、三岔河）流域的梯级水电和清洁能源开发。公司直接全资拥有的有2座水电站，分别是普定电站和引子渡电站，均位于三岔河流域；控股51%的子公司北盘江电力拥有北盘江上的四座水电站，分别是光照电站、董箐电站、马马崖电站和善泥坡电站，控股装机容量



量占到公司总控股装机容量约 82%；控股 58.66%的子公司北源电力拥有贵州芙蓉江流域的三座水电站，分别是鱼塘电站、清溪电站和牛都电站。

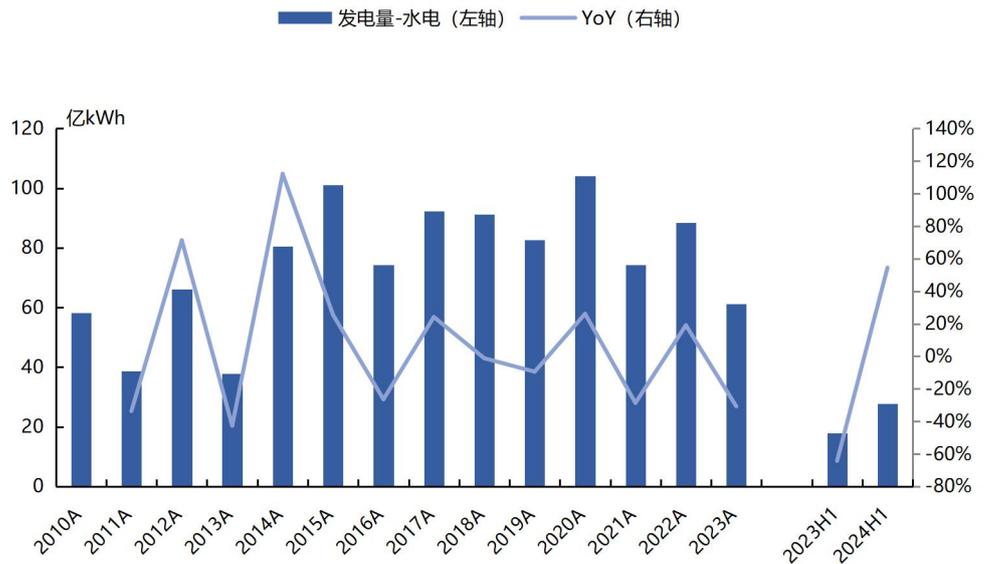
图表 2: 黔源电力控股水电站梳理

流域	水电站	股比	机组 (MW)	装机容量 (MW)	调节性能	设计多年平均发电量 (亿 kWh)	总库容 (亿 m³)	调节库容 (亿 m³)	2023 年发电量 (万 kWh)	2024 年 Q1-Q3 发电量 (万 kWh)
三岔河	普定	100%	3*29	87	不完全年	3.16	4.20	-	30967.10	21578.18
	引子渡	100%	3*120	360	不完全年	9.78	5.31	3.22	72773.08	54906.19
北盘江	光照	51%	4*260	1040	不完全	27.54	32.45	31.35	162,886.04	91,046.28
	董箐	51%	4*220	880	日	30.26	9.55	1.44	187,088.17	161,763.87
	马马崖	51%	3*180+1*18	558	日	15.16	1.37	0.73	91,373.30	69,904.34
	善泥坡	30%	2*90+1*5.5	185.5	日	6.79	0.85	0.25	46,837.01	36,750.28
芙蓉江	鱼塘	58.66%	2*37.5	75	周	3.13	1.22	0.36	15,239.51	19,873.66
	清溪	58.66%	2*14	28	不完全年	0.97	0.98	0.45	2,893.14	6,539.03
	牛都	58.66%	2*10	20	日	0.70	0.37	0.09	2,514.69	4,143.64

数据来源: Maigoo, 晴隆县人民政府, 安顺新闻网, 爱企查, 南方财富网, 天眼新闻, 新浪财经, 贵州招标网, 贵州中水建设管理股份有限公司, 贵州省工信厅, 公司公告, 华福证券研究所

截至 2024H1, 公司投产总装机容量 403.99 万千瓦, 其中: 9 座水电站装机容量为 323.35 万千瓦, 光伏电站装机容量为 80.64 万千瓦。报告期内, 公司发电量为 31.52 亿千瓦时, 与上年同期相比增长 43.08%; 其中水电发电量为 27.8 亿千瓦时, 同比增长 54.44%; 光伏发电量为 3.72 亿千瓦时, 同比下降 7.69%。

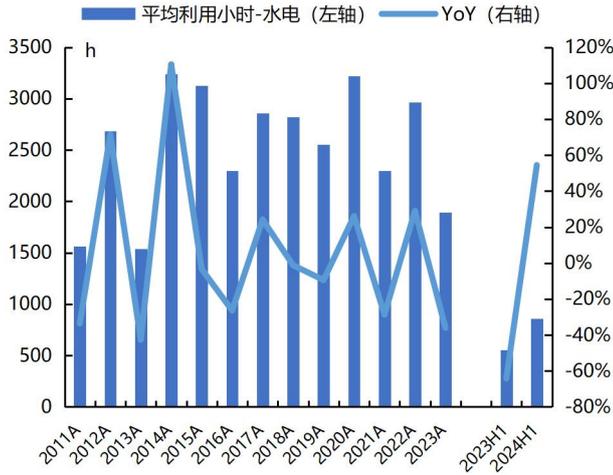
图表 3: 2011-2024H1 黔源电力水电发电量及增速



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

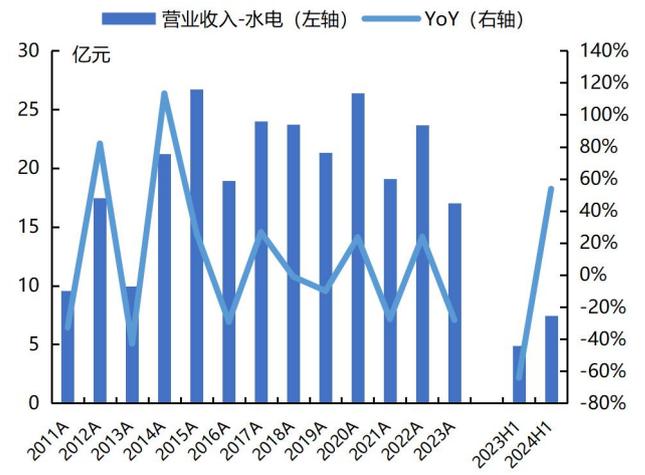
由于水电发电量存在显著波动, 这导致公司每年的水电平均利用小时数及营业收入出现较大波动。在水电成本相对稳定的前提下, 这种波动性进一步影响了公司的整体盈利水平。

图表 4: 2011-2024H1 黔源电力水电平均利用小时及增速



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 5: 2011-2024H1 黔源电力水电板块营业收入



数据来源: 公司公告, iFinD, 华福证券研究所

公司电力营业成本结构主要包括固定资产折旧、职工薪酬、运维、水费等。2011年起公司对折旧方法进行了调整,将与发电直接相关的固定资产采用工作量法计提折旧。水电企业对全部固定资产折旧一致采用年限平均法,公司采用工作量法计提固定资产折旧,营业成本中的折旧摊销部分在一定程度上与营业收入成正比,可以实现利润的合理释放,确保利润率的稳定性。且公司在综合考虑设计发电量与实际发电情况后,经中国水电顾问集团贵阳勘测设计研究院分析论证,所属各电站多年平均的年度生产能力设为年设计发电量的 90%,进一步减少了折旧计提金额,提高了利润释放比例。

图表 6: 2011-2023 年黔源电力电力业务营业成本结构



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 7: 2011-2023 黔源电力电力业务营业成本项目占比

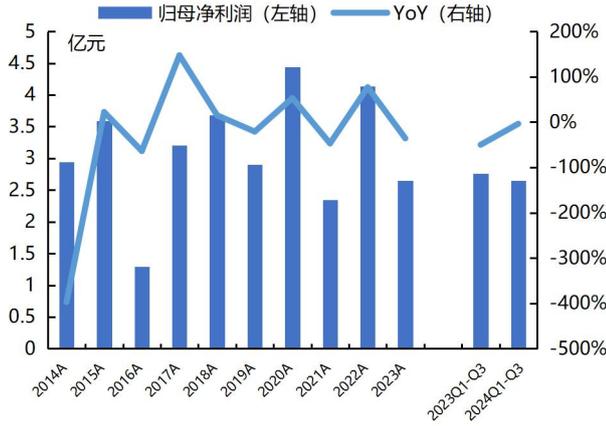


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

从 2016 至 2024Q3 年的数据分析来看,公司的毛利率大体保持在 50%左右,而净利率则稳定在 20%左右,盈利能力保持了较好的稳定性。

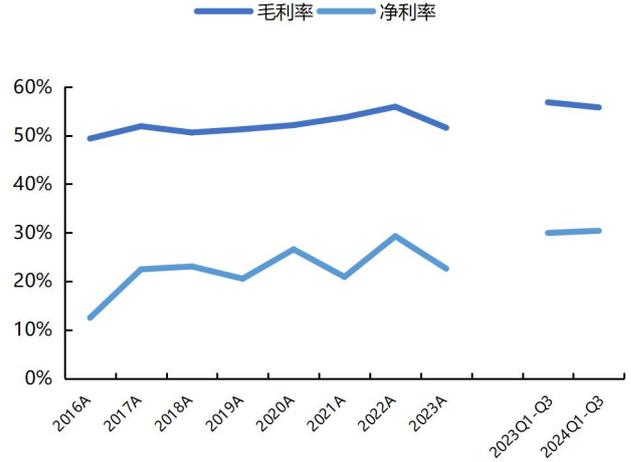


图表 8: 2014-2024Q3 年黔源电力归母净利润



数据来源: 公司公告, iFInD, 华福证券研究所

图表 9: 2016-2024Q3 黔源电力毛利率&净利率



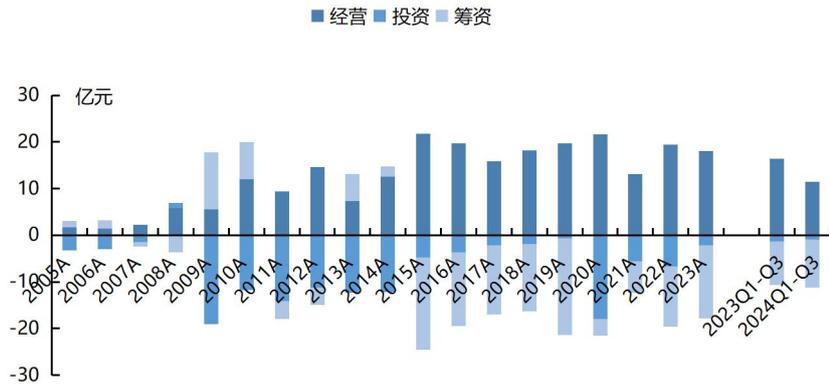
数据来源: 公司公告, iFInD, 华福证券研究所

2 现金流价值待重估, 资产注入预期看好

2.1 新能源开发节奏收放自如, 充沛现金流价值待重估

公司 2005 年上市后, 2009-2014 年步入资本开支高峰期。2015 年起, 随着马马崖和善泥坡水电站机组全部投产运行, 公司的经营性现金流净额情况大幅提升。2015-2019 年期间, 公司累计经营现金流为 95.32 亿元, 年均流入约 19.06 亿元; 累计投资现金流为 -13.06 亿元, 年均流出约 2.61 亿元; 累计筹资现金流为 -85.71 亿元, 年均流出/还款约 17.14 亿元。

图表 10: 2011-2024Q3 年黔源电力现金流状况



数据来源: 公司公告, iFInD, 华福证券研究所

公司自 2020 年开始布局光伏业务, 在全国率先建成了首个“流域梯级水光互补可再生能源基地”。根据公司净利润、折旧与摊销、分红, 匡算公司每年的可供支配现金流, 2021-2023 年年均匡算可用资金 10.84 亿元, 假设资金全用于投资光伏项目 (平均造价 3000 元/千瓦), 资本金比例 30%, 即对应每年光伏开发规模 120.50 万千瓦; 若考虑到公司的资产负债结构, 假设资本金比例参照 2023 年资产负债率 58.6%, 对应每年光伏开发规模即 87.32 万千瓦。但根据已建成项目的运营情况以及



资金状况，公司适当调整了开发节奏，目前在运、在建光伏项目合计 95 万千瓦，并未占用大量的可供支配现金流。

图表 11：2010-2023 年黔源电力匡算可用资金



数据来源：公司公告，Wind，华福证券研究所

2.2 资产整合加速，有望带来发展新机遇

2023 年 6 月，中办、国办印发《国有企业改革深化提升行动方案（2023—2025 年）》；2025 年是新一轮国有企业改革深化提升行动的收官之年，中央经济工作会议对完成情况提出了“高质量”的要求。国务院国资委在国有企业改革深化提升行动 2024 年第三次专题推进会上提出改革任务包括三个核心内容：一是围绕优化资源配置深化改革，进一步加大市场化整合重组力度；二是围绕提升活力效率深化改革，进一步完善中国特色国有企业现代公司治理和市场化运营机制；三是围绕完善监管服务深化改革，进一步健全以管资本为主的国资监管体制。重组整合将是新一轮国企改革提升行动的重头戏，央企在战略性新兴产业中并购重组相关业务有望加速布局。

公司股东华电集团作为国企改革实践者，自 2020 年起整合新能源资产，通过华电福新私有化退市，成立华电新能作为新能源发展平台。华电集团于 2020 年 12 月通过非公开协议转让和无偿划转，将部分子公司资产转入华电新能进行新能源资产重组。2021 年，华电福新计划在“十四五”期间将新能源装机规模扩大至 1 亿千瓦。2022 年 5 月，华电能源启动煤炭板块资产整合，拟购买锦兴能源 51% 股权，标志着集团内部资产整合的开始。

华电集团拥有 6 家上市公司，其中 4 家主营发电运营。华电能源（华电煤业控股 59.79%）和金山股份分别作为地方能源平台，华电国际则主要运营火电，同时拥有少量水电资产。集团若整合水电资产，黔源电力作为唯一的水电上市平台，将是资产注入的首选。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

核心假设：给予公司主营业务情况，结合水电、光伏行业情况进行关键假设：

水电业务：根据公司九座水电站做盈利预测假设。

图表 12：2022-2026 年黔源电力水电板块盈利预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
控股装机容量 (万 kW)	323.35	323.35	323.35	323.35	323.35
发电量 (亿 kWh)	88.47	61.26	58.24	87.47	87.47
YOY	19.09%	-30.76%	-4.93%	50.19%	0.00%
上网电量 (亿 kWh)	87.77	60.70	57.82	86.84	86.84
YOY	19.19%	-30.84%	-4.74%	50.20%	0.00%
利用小时-平均 (h)	2963	1894	1801	2705	2705
上网电价 (元/kWh, 含税)	0.3047	0.3166	0.2928	0.2937	0.2937
营业收入 (亿元)	23.67	17.01	14.98	22.57	22.57
YoY	23.86%	-28.14%	-11.93%	50.69%	0.00%
营业成本 (亿元)	9.99	8.07	6.69	9.91	10.00
YOY	14.57%	-19.29%	-17.10%	48.18%	0.95%
毛利率	57.77%	52.57%	55.36%	56.10%	55.68%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

光伏业务：结合上述正文中投资能力预测，参考公司贵州省光伏项目利用小时数对应计算，上网电价参考平价进程、西电东送让利和市场化交易。

图表 13：2022-2026 年黔源电力光伏板块盈利预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
控股装机容量 (万 kW)	76.21	79.42	93.78	93.78	93.78
YoY	1.61%	4.21%	18.08%	0.00%	0.00%
发电量 (亿 kWh)	7.34	8.20	8.25	10.32	10.32
YoY	128.81%	11.65%	0.58%	25.08%	0.00%
上网电量 (亿 kWh)	7.29	8.13	8.16	10.21	10.21
YoY	74.08%	11.39%	0.49%	25.08%	0.00%
利用小时-平均 (h)	979	1032	1030	1100	1100
上网电价-加权 (元/kWh, 含税)	0.3515	0.3515	0.3515	0.3515	0.3515
营业收入 (亿元)	2.34	2.78	2.62	3.28	3.28
YoY	55.83%	18.89%	-5.80%	25.08%	0.00%
营业成本 (亿元)	1.47	1.54	1.66	1.90	1.90
YoY	116.40%	4.54%	7.93%	14.83%	0.00%
毛利率	37.24%	44.81%	36.76%	41.95%	41.95%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

加上其他业务盈利预测，得到公司 2022-2026 年的整体盈利预测：


图表 14: 2022-2026 年黔源电力盈利预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	26.13	19.90	17.71	25.96	25.96
YoY	28.34%	-23.83%	-11.00%	46.58%	0.00%
营业成本 (亿元)	11.52	9.63	8.38	11.84	11.94
YoY	21.84%	-16.35%	-13.05%	41.40%	0.80%
毛利 (亿元)	14.62	10.27	9.34	14.12	14.03
YoY	33.97%	-29.73%	-9.08%	51.22%	-0.67%
毛利率	55.93%	51.60%	52.71%	54.38%	54.02%
净利润 (亿元)	7.65	4.50	4.19	8.03	8.30
YoY	79.79%	-41.21%	-6.79%	91.61%	3.37%
净利率	29.28%	22.60%	23.67%	30.94%	31.98%
归母净利润 (亿元)	4.14	2.65	2.52	4.82	4.98
YoY	76.67%	-36.08%	-5.00%	91.61%	3.37%
EPS	0.97	0.62	0.59	1.13	1.17

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3.2 估值分析

公司主业以水电为主、光伏为辅, 因此选取长江电力、华能水电、川投能源、桂冠电力这 4 家国内大水电上市公司作为可比公司。可比公司 2024-2026 年 PE 平均估值分别为 18.41、16.97、15.93 倍。

图表 15: 可比公司估值表

股票代码	简称	股价	EPS				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
600900.SH	长江电力	28.13	1.11	1.36	1.44	1.50	21.44	20.70	19.58	18.76
600025.SH	华能水电	8.95	0.42	0.47	0.52	0.56	21.29	19.10	17.19	15.96
600674.SH	川投能源	15.63	0.96	1.04	1.12	1.19	16.82	14.99	13.95	13.11
600236.SH	桂冠电力	6.28	0.16	0.33	0.37	0.40	23.75	18.86	17.17	15.87
	平均						20.83	18.41	16.97	15.93
002039.SZ	黔源电力	14.31	0.62	0.59	1.13	1.17	23.11	24.32	12.70	12.28

数据来源: iFInD, 华福证券研究所 (截至 2025 年 2 月 7 日数据, 数据参考 iFInD 一致预期)


图表 16: 黔源电力近三年 PE-Band


数据来源: Wind, 华福证券研究所

3.3 投资建议

我们预测 24-26 年公司营收分别为 17.71/25.96/25.96 亿元，归母净利润分别为 2.52/4.82/4.98 亿元，EPS 分别为 0.59/1.13/1.17 元，对应 2 月 7 日收盘价 PE 分别为 24.3/12.7/12.3 倍。首次覆盖给予“持有”评级。

4 风险提示

水库流域来水偏枯: 公司作为国内水电企业，其发电量较为依赖于贵州省内流域的来水情况。水量减少，将直接影响到公司的发电能力，进而可能对公司的营业收入和利润产生负面影响。

市场交易电价波动: 电价的波动性受多种因素影响，包括气候变化、政策调整以及新能源发电的随机性和间歇性等。这些因素可能导致电力需求和供应的不平衡，进而影响电价的稳定性，从而对公司业绩造成影响

需求下降导致电力销售受阻: 水电行业的发展受到宏观经济形势、气候变化、政策调整等多种因素的影响。例如，国家加快推进全国统一电力市场体系建设、新型能源体系的规划建设等都可能对电力需求造成影响，进而影响公司的电力销售。



图表 17: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	253	213	656	1,217
应收票据及账款	94	35	104	104
预付账款	2	1	2	2
存货	2	0	0	0
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	141	123	183	183
流动资产合计	492	372	945	1,507
长期股权投资	17	25	25	25
固定资产	14,864	14,699	14,370	14,054
在建工程	377	377	277	177
无形资产	46	44	43	41
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	205	220	215	215
非流动资产合计	15,508	15,364	14,929	14,511
资产合计	15,999	15,737	15,875	16,018
短期借款	120	146	0	0
应付票据及账款	412	335	497	501
预收款项	0	0	0	0
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	105	105	105	105
其他流动负债	2,007	2,043	2,043	2,043
流动负债合计	2,644	2,628	2,646	2,650
长期借款	6,191	5,691	5,191	4,691
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	534	451	401	351
非流动负债合计	6,725	6,142	5,592	5,042
负债合计	9,369	8,770	8,237	7,691
归属母公司所有者权益	3,817	3,984	4,334	4,691
少数股东权益	2,814	2,982	3,303	3,635
所有者权益合计	6,631	6,967	7,637	8,326
负债和股东权益	15,999	15,737	15,875	16,018

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,806	1,313	1,693	1,638
现金收益	1,334	1,314	1,655	1,629
存货影响	-2	2	0	0
经营性应收影响	-47	59	-70	0
经营性应付影响	-47	-77	162	4
其他影响	568	14	-54	5
投资活动现金流	-221	-396	-103	-108
资本支出	-191	-373	-103	-103
股权投资	6	-8	0	0
其他长期资产变化	-36	-15	0	-5
融资活动现金流	-1,558	-958	-1,147	-969
借款增加	-962	-438	-646	-500
股利及利息支付	-570	-583	-565	-546
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-26	63	64	77

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,990	1,771	2,596	2,596
营业成本	963	838	1,184	1,194
税金及附加	23	19	30	30
销售费用	0	0	0	0
管理费用	130	71	114	114
研发费用	0	0	0	0
财务费用	336	356	318	278
信用减值损失	-3	0	-1	-1
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-6	0	-5	-5
其他收益	2	3	1	1
营业利润	531	490	944	975
营业外收入	2	2	0	0
营业外支出	7	5	10	10
利润总额	526	487	934	965
所得税	76	68	131	135
净利润	450	419	803	830
少数股东损益	185	168	321	332
归属母公司净利润	265	251	482	498
EPS (按最新股本摊薄)	0.62	0.59	1.13	1.17

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-23.8%	-11.0%	46.6%	0.0%
EBIT 增长率	-34.1%	-2.3%	48.5%	-0.7%
归母公司净利润增长率	-36.1%	-5.0%	91.6%	3.4%
获利能力				
毛利率	51.6%	52.7%	54.4%	54.0%
净利率	22.6%	23.7%	30.9%	32.0%
ROE	4.0%	3.6%	6.3%	6.0%
ROIC	5.8%	5.7%	8.5%	8.4%
偿债能力				
资产负债率	58.6%	55.7%	51.9%	48.0%
流动比率	0.2	0.1	0.4	0.6
速动比率	0.2	0.1	0.4	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.2
应收账款周转天数	13	13	10	14
存货周转天数	0	0		
每股指标 (元)				
每股收益	0.62	0.59	1.13	1.17
每股经营现金流	4.22	3.07	3.96	3.83
每股净资产	8.93	9.32	10.14	10.97
估值比率				
P/E	23	24	13	12
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	14	14	11	11

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn