

华能国际 (600011.SH)

买入(首次评级)

火电复苏绿电加速，否极泰来拐点已至

当前价格： 9.02 元

目标价格： 11.63 元

投资要点：

➤ **煤价下跌火电拐点已现，绿电拓展业绩新增量。**22年公司营收2467亿元(+20.31%)，归母净利润-73.87亿元，由于22年煤价高企，公司火电业务盈利承压，22年煤电利润总额为-173.25亿元；23H1受益于煤价下跌，长协兑现增加及电价上涨等因素，火电业务扭亏为盈，23H1煤电利润总额为5.93亿元，较同期增加106.55%。此外23H1风电/光伏利润总额为40.24/10.02亿元，绿电拓展业绩新增量，2023H1公司实现扭亏为盈，营收为1260.32亿元(+7.84%)，归母净利润达到63.08亿元，同比高增310%。

➤ **煤价环比下降叠加电价上浮，火电有望持续修复。**受益于国内煤炭产量持续增加，及印尼煤增产和澳煤进口恢复加持下煤炭供给大幅提升；而耗煤需求近期有所回升，但煤价反弹动能不强。煤价下跌一方面直接降低现货采购成本，另一方面长协和现货价差的缩小利于提高长协兑现率，实现进一步降本。预计下半年煤价大幅反弹可能性较小，公司成本压力有望持续缓解。在市场化交易电价上浮背景下，预计2023年公司结算电价有望维持高位，利于疏导成本端压力，助力火电盈利修复。

➤ **持续扩张绿电，火转绿加速兑现。**19-21年公司新能源装机增长主要以风电为主；22年装机增量基本持平；23H1公司风电、光伏装机增量分别为0.41和2.50GW，装机增长以光伏为主。据公司公告披露，23年资本性支出计划中风电、光伏占比分别为29.47%、34.86%，合计63.34%，公司持续扩张风光业务，打造第二成长曲线，预计23年新增8.1GW新能源装机且增量或以光伏为主。此外随着火电业务复苏，将为风光业务的开发提供稳定充足的现金流。

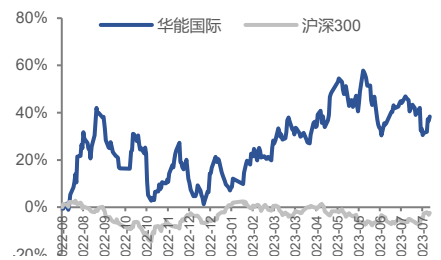
➤ **盈利预测与投资建议：**我们预测2023-2025年公司营业收入分别为2592、2625和2708亿元，2023-2025年归母净利润分别为132.31、158.01和191.25亿元，对应PE分别为10.7/9.0/7.4倍，结合可比公司情况，采用分部估值法，给予公司目标价11.63元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

➤ **风险提示：**煤价上升风险；新能源项目建设不及预期风险；政策不及预期风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	15698/10998
总市值/流通市值 (百万元)	141597/99199
每股净资产 (元)	3.32
资产负债率 (%)	71.30
一年内最高/最低 (元)	10.29/6.45

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 汪磊

执业证书编号：S0210523030001

邮箱：wl30040@hfzq.com.cn

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	204,605	246,725	259,206	262,530	270,750
增长率	21%	21%	5%	1%	3%
净利润(百万元)	-10,264	-7,387	13,231	15,801	19,125
增长率	-325%	28%	279%	19%	21%
EPS (元/股)	-0.65	-0.47	0.84	1.01	1.22
市盈率 (P/E)	-13.8	-19.2	10.7	9.0	7.4
市净率 (P/B)	1.3	1.3	1.0	0.9	0.8

数据来源：公司公告、华福证券研究所

相关报告

投资要件

关键假设

假设 1：影响收入端的装机容量：根据统计公司目前已经核准开工的装机量，假设 23/24/25 年燃煤新增装机 65/200/400 万千瓦，关停 200/100/100 万千瓦；燃机新增装机 99/300/500 万千瓦；公司十四五规划风光装机预计达到 55GW，23 年预计新增投产 8.1GW 装机，结合目前公司在手资源量及结构，假设风电新增 140/350/550 万千瓦；光伏新增 670/850/950 万千瓦；水电维持不变；生物质每年新增 2 万千瓦。

假设 2：影响收入端的利用小时数：受新能源持续扩张和极端天气频发影响供需紧张，火电保供作用凸显，23M1-6 火电发电量同比增长 7.5%，假设 23/24/25 年燃煤利用小时数缓慢下降，为 4193/4158/4123h；23-25 年燃机机组 2568h；风电机组为 2256h；光伏机组 1284h；水电 2300h；生物质 5800h。影响收入端的含税电价：假设 23/24/25 年燃煤为 0.4920/0.4750/0.4450 元/kwh；23-25 年燃机为 0.6690 元/kwh；风电含税电价 0.5547/0.5457/0.5377 元/kwh；光伏 0.4911/0.4711/0.4631 元/kwh；23-25 年水电和生物质分别 0.3674 和 0.6502 元/kwh。

假设 3：影响成本端的入炉标煤价格：假设长协履约率稳步提升，23-25 年分别为 60%、65%和 70%，含税含运费的长协煤价（5500）分别为 750、715 和 660 元/吨，含税含运费的市场煤价（5500）分别为 1045、870 和 800 元/吨，随着市场煤价下跌和长协履约率的提高，预计公司入炉不含税标煤价格步入下行区间，测算 23/24/25 年入炉标煤价格为 977.63/866.41/790.67 元/吨。影响成本端的火电单位供电煤耗：随着公司积极开展技术改造、检修优化、运行调整及技术监督等措施，预计会延续下降趋势，假设 23/24/25 年单位供电煤耗为 285.69/285.69/284.69 元/吨。

我们区别于市场的观点

市场主要关注公司火电板块的盈利修复，我们认为，随着公司火电板块的盈利修复，公司新能源业务表现将会较为抢眼，成为公司第二成长曲线。随着火电板块的盈利修复，稳定的现金流将支撑公司风光项目的扩张，我们对公司十四五规划目标有信心，新能源业务将会持续贡献业绩。未来公司火电复苏绿电加速，将会迎来双轮驱动。

股价上涨的催化因素

煤价下跌带来的火电板块业绩修复；风光持续扩张兑现十四五规划，支撑公司业绩向好。

估值和目标价格

预测 2023-2025 年公司营业收入分别为 2592、2625 和 2708 亿元，归母净利润分别为 132.31、158.01 和 191.25 亿元，对应 PE 分别为 10.7/9.0/7.4 倍。结合可比公司情况，采用分部估值法，火电板块给予 1.0 倍 PB，对应 647 亿元；新能源板块给予 15 倍 PE，对应市值 1179 亿元。预计 2023 年总市值 1826 亿元，给予公司目标价 11.63 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

煤价上升风险；新能源项目建设不及预期风险；政策不及预期风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

正文目录

1	火电复苏绿电加速，否极泰来拐点已至	4
1.1	煤价下跌火电扭亏为盈，绿电拓展业绩新增量	4
1.2	火电有望持续修复，火转绿加速兑现	5
2	盈利预测与估值	7
2.1	盈利预测	7
2.2	相对估值	10
3	风险提示	10

图表目录

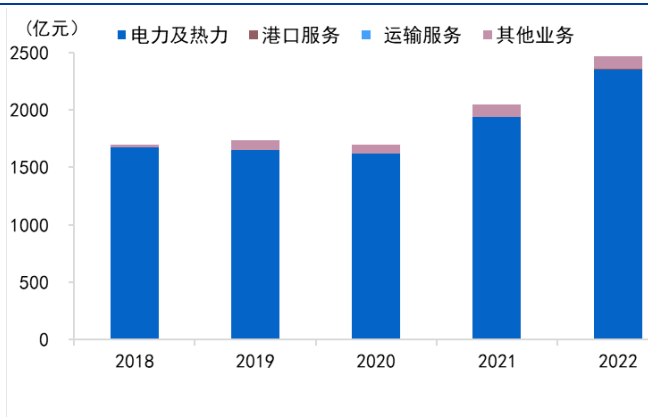
图表 1:	公司主要经营电力及热力业务	4
图表 2:	2022 年公司燃煤营收占电力业务 83.71%	4
图表 3:	公司火电装机占绝大部分	4
图表 4:	2023H1 公司燃煤发电业务扭亏为盈	4
图表 5:	2023H1 营收达到 1260.32 亿元 (+7.84%)	5
图表 6:	2023H1 归母净利润 63.08 亿元 (+310%)	5
图表 7:	23M2 至今供给指数一直处于扩张状态	6
图表 8:	预计未来短时间内煤价大幅反弹承压	6
图表 9:	2023H1 市场化交易电量达 87.68%	6
图表 10:	2023H1 平均上网结算电价 515.23 元/MWH	6
图表 11:	2023H1 公司新能源装机增长以光伏为主	7
图表 12:	2023 年公司资本性支出计划	7
图表 13:	电力及热力收入拆分	7
图表 14:	电力及热力成本拆分	9
图表 15:	营业收入及成本预测	9
图表 16:	火电板块可比公司估值	10
图表 17:	新能源板块可比公司估值	10
图表 18:	财务预测摘要	12

1 火电复苏绿电加速，否极泰来拐点已至

1.1 煤价下跌火电扭亏为盈，绿电拓展业绩新增量

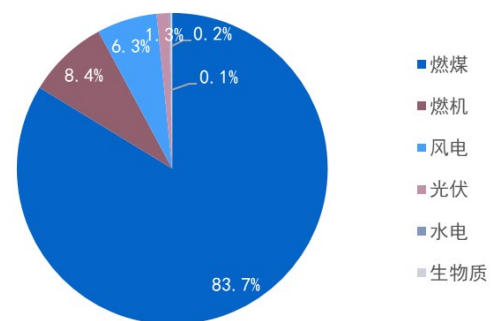
公司是国内火电巨头，火电盈利拐点已现。华能国际主营电力及热力业务，22年电力及热力业务营收占比95.33%，其中电力板块燃煤/燃机/风电/光伏/水电/生物质收入占比分别为83.71%/8.42%/6.26%/1.29%/0.13%/0.20%。燃煤发电是主要的收入来源，主要系公司目前装机结构仍以燃煤发电装机为主，22年公司燃煤/燃机/风电/光伏/水电/生物质的可控发电装机容量分别为94.06/12.74/13.63/6.28/0.37/0.16GW，燃煤发电装机占比高达73.94%，公司是火电领域装机龙头，煤电装机远超排名第二的国电电力23.3GW。但由于22年煤价高企，公司火电业务盈利承压，22年煤电利润总额为-173.25亿元；23H1受益于煤价下跌，长协兑现增加及电价上涨等因素，火电业务扭亏为盈，23H1煤电利润总额为5.93亿元，较同期增加106.55%。

图表 1：公司主要经营电力及热力业务



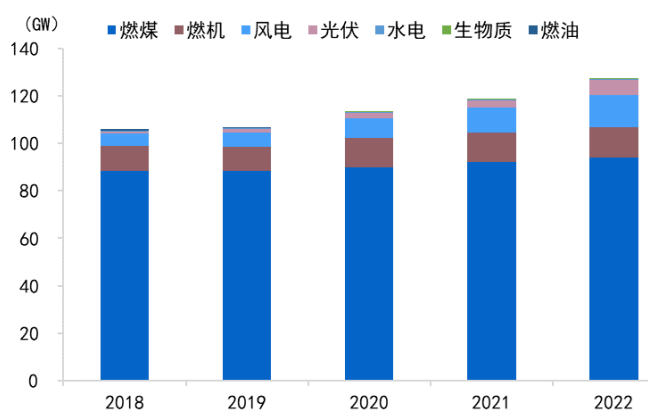
来源：wind，华福证券研究所

图表 2：2022 年公司燃煤营收占电力业务 83.71%



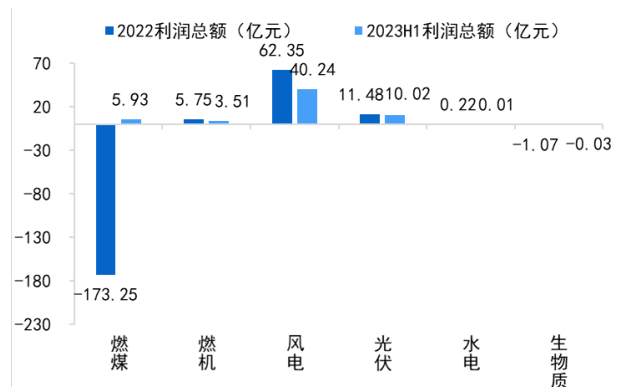
来源：公司公告，华福证券研究所

图表 3：公司火电装机占绝大部分



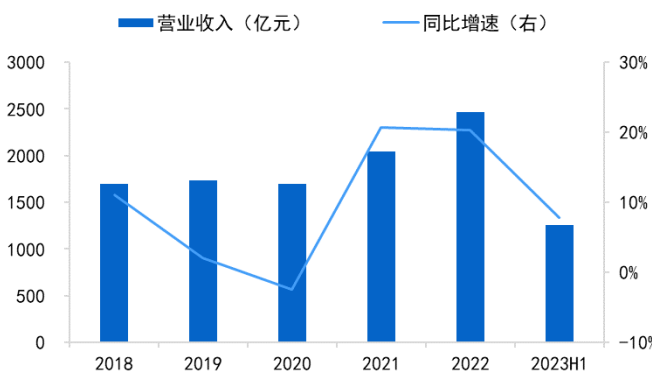
来源：公司公告，华福证券研究所

图表 4：2023H1 公司燃煤发电业务扭亏为盈

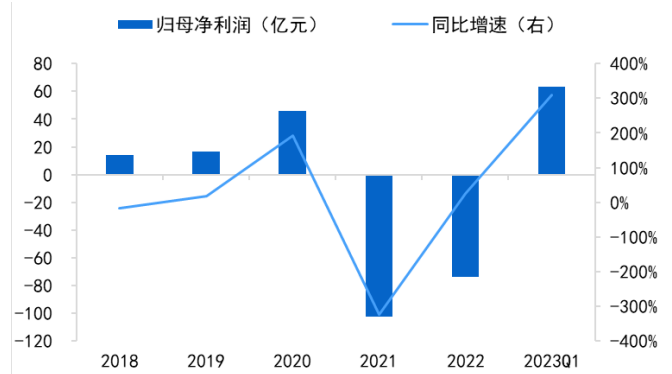


来源：公司公告，华福证券研究所

营收稳步增长，业绩逐步修复。2020-2022 年公司营收分别为 1694/2046/2467 亿元，实现稳步增长，2023H1 公司营收达到 1260.32 亿元（+7.84%）。2021 年煤价高企，公司境内火电厂售电单位燃料成本为 316.36 元/兆瓦时，同比上涨 51.32%，成本大幅提升，火电出现亏损公司盈利承压。国家高度重视能源安全供应工作，陆续推出电煤保供稳价措施助力火电运营商盈利修复，2022 年业绩亏损收窄，2023H1 扭亏为盈，归母净利润达到 63.08 亿元，同比高增 310%。下半年煤价难以大幅反弹，公司燃料成本同比下降，叠加火电运营商长协兑现稳步提升，看好火电板块盈利修复能力。

图表 5：2023H1 营收达到 1260.32 亿元（+7.84%）


来源：wind，华福证券研究所

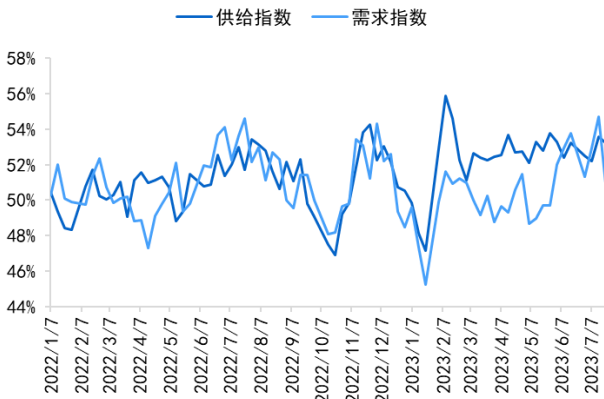
图表 6：2023H1 归母净利润 63.08 亿元（+310%）


来源：wind，华福证券研究所

1.2 火电有望持续修复，火转绿加速兑现

迎峰度夏期间燃煤成本或难以大幅反弹。据中电联数据显示，当前供给指数和需求指数均处于扩张状态。供给主要系煤炭产地持续推进增产保供工作，产量持续增加，2023 年 1-6 月原煤产量 23.0 亿吨（+4.38%），此外在印尼煤增产及澳煤进口恢复加持下煤炭供给大幅提升；相对于 23M2 至今一直处于扩张状态，显著增加的供给端，需求端耗煤需求近期有所回升，主要系迎峰度夏拉动煤耗回升。23H1 秦皇岛港动力末煤 5500 大卡平仓价均价 1023 元/吨（-13.93%），截至 7 月 28 日，秦皇岛港动力末煤 5500 大卡平仓价为 858 元/吨，煤价下跌一方面直接降低现货采购成本，另一方面长协和现货价差的缩小利于提高公司长协兑现率，实现进一步降本。23M7 煤炭需求有所回升但价格反弹动能并不强劲，当前终端库存仍处于高位，预计迎峰度夏期间燃煤成本或反弹空间有限，公司的成本压力有望持续缓解。

图表 7: 23M2 至今供给指数一直处于扩张状态



来源: 中电联, 华福证券研究所

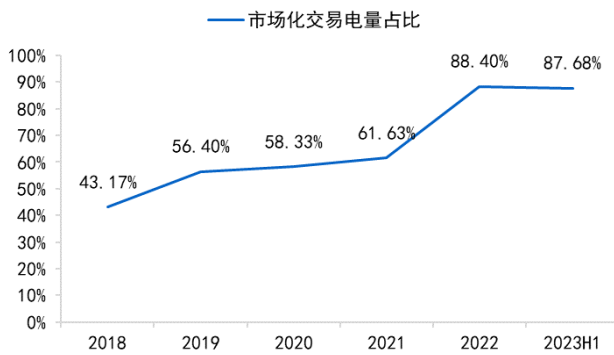
图表 8: 预计未来短时间内煤价大幅反弹承压



来源: wind, 华福证券研究所

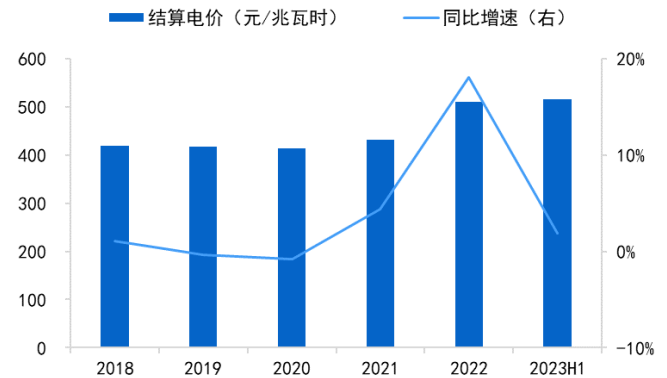
平均上网结算电价有望高位运行, 持续助力火电板块盈利修复。2018 年开始公司市场化交易电量占比持续提升, 2022 年公司市场化交易电量占比为 88.4%, 较 2021 年增加 26.77pp。此外 2022 年公司平均上网电价为 509.92 元/MWH(+18.04%), 2023H1 为 515.23 元/MWH (+1.89%)。在市场化交易电价上浮背景下, 预计 2023 年公司结算电价有望维持高位, 利于疏导火电成本端压力, 助力火电板块盈利修复。

图表 9: 2023H1 市场化交易电量达 87.68%



来源: 公司公告, 华福证券研究所

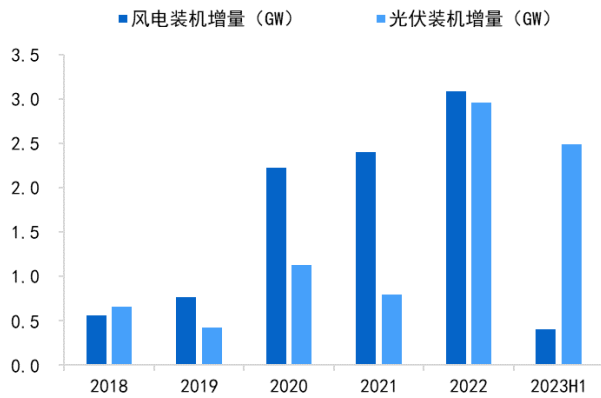
图表 10: 2023H1 平均上网结算电价 515.23 元/MWH



来源: 公司公告, 华福证券研究所

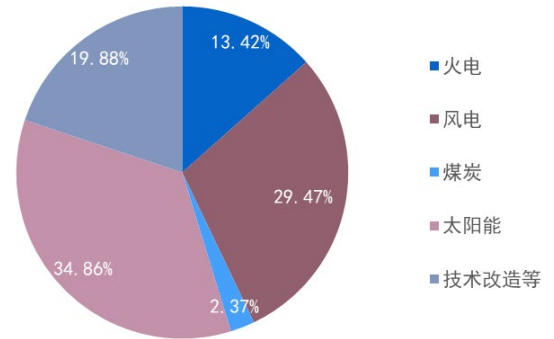
持续扩张绿电业务, 打造第二成长曲线。2019-2021 年公司新能源装机增长主要以风电为主, 2022 年装机增量基本持平, 2023H1 公司风电、光伏装机增量分别为 0.41 和 2.50GW, 2023H1 公司新能源装机增长以光伏为主。此外根据公司公告披露, 2023 年资本性支出计划中风电、光伏占比分别为 29.47%、34.86%, 合计占比 63.34%, 公司持续扩张风光业务, 打造第二成长曲线, 预计 2023 年新能源装机增量或以光伏为主。此外随着火电业务的复苏, 将为风光业务的开发提供稳定充足的现金流。

图表 11: 2023H1 公司新能源装机增长以光伏为主



来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 12: 2023 年公司资本性支出计划



来源: 公司公告, 华福证券研究所

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

2022 年公司电力及热力业务营收占比高达 95.33%，公司主要经营电力及热力业务，基于公司过往的各项收入成本，结合行业发展趋势、煤炭供需形势、未来公司发展战略等对公司占比最高的电力及热力业务，对各能源进行关键假设：

影响收入端的装机容量：根据统计公司目前已经核准开工的装机量，假设 23/24/25 年燃煤新增装机 65/200/400 万千瓦，关停 200/100/100 万千瓦；燃机新增装机 99/300/500 万千瓦；公司十四五规划风光装机预计达到 55GW，23 年预计新增投产 8.1GW 装机，结合目前公司在手资源量及结构，假设风电新增 140/350/550 万千瓦；光伏新增 670/850/950 万千瓦；水电维持不变；生物质每年新增 2 万千瓦。

影响收入端的利用小时数：受新能源持续扩张和极端天气频发影响供需紧张，火电保供作用凸显，23M1-6 火电发电量同比增长 7.5%，假设 23/24/25 年燃煤利用小时数缓慢下降，为 4193/4158/4123h；23-25 年燃机机组 2568h；风电机组为 2256h；光伏机组 1284h；水电 2300h；生物质 5800h。

影响收入端的含税电价：假设 23/24/25 年燃煤为 0.4920/0.4750/0.4450 元/kwh；23-25 年燃机为 0.6690 元/kwh；风电含税电价 0.5547/0.5457/0.5377 元/kwh；光伏 0.4911/0.4711/0.4631 元/kwh；23-25 年水电和生物质分别 0.3674 和 0.6502 元/kwh。

图表 13: 电力及热力收入拆分

电力及热力收入

机组类型		2022A	2023E	2024E	2025E
装机容量 (万千瓦)	燃煤	9406	9271	9371	9671
	燃机	1274	1373	1673	2173
	风电	1363	1503	1853	2403
	光伏	628	1298	2148	3098
	水电	37	37	37	37
	生物质	16	18	20	22
利用小时数 (小时)	燃煤	4228	4193	4158	4123
	燃机	2610	2568	2568	2568
	风电	2256	2256	2256	2256
	光伏	1284	1284	1284	1284
	水电	2366	2300	2300	2300
	生物质	5800	5800	5800	5800
上网电量 (亿千瓦时)	燃煤	3638.93	3671.21	3633.74	3680.47
	燃机	263.48	330.14	379.91	479.70
	风电	274.10	315.67	369.64	468.79
	光伏	60.06	122.20	218.68	332.93
	水电	8.09	7.88	7.88	7.88
	生物质	7.19	8.73	9.76	10.79
含税电价 (元/千瓦时)	燃煤	0.4912	0.4920	0.4750	0.4450
	燃机	0.7094	0.6690	0.6690	0.6690
	风电	0.5647	0.5547	0.5457	0.5377
	光伏	0.5211	0.4911	0.4711	0.4631
	水电	0.3674	0.3674	0.3674	0.3674
	生物质	0.6502	0.6502	0.6502	0.6502
收入 (亿元)	燃煤	1841.49	1848.00	1765.94	1675.68
	燃机	185.21	218.86	251.85	318.00
	风电	137.61	155.84	179.53	224.34
	光伏	28.28	54.01	92.72	138.76
	水电	2.79	2.72	2.72	2.72
	生物质	4.45	5.42	6.06	6.70
	其他	152.11	182.53	191.66	195.49
收入合计(亿元)	电力及热力收入合计	2351.94	2467.38	2490.47	2561.70

数据来源：公司公告，华福证券研究所

影响成本端的入炉标煤价格：假设长协履约率稳步提升，23-25年分别为60%、65%和70%，含税含运费的长协煤价（5500）分别为750、715和660元/吨，含税含运费的市场煤价（5500）分别为1045、870和800元/吨，随着市场煤价下跌和长协履约率的提高，预计公司入炉不含税标煤价格步入下行区间，测算23/24/25年入

炉标煤价格为 977.63/866.41/790.67 元/吨。影响成本端的火电单位供电煤耗：随着公司积极开展技术改造、检修优化、运行调整及技术监督等措施，预计会延续下降趋势，假设 23/24/25 年单位供电煤耗为 286.69/285.69/284.69 元/吨。

图表 14：电力及热力成本拆分

		电力及热力成本			
		2022A	2023E	2024E	2025E
燃料成本	售电燃料成本（亿元）	1453.88	1163.55	1030.74	971.55
	入炉不含税标煤价格（元/吨）	1249.00	977.63	866.41	790.67
	单位供电煤耗（克/千瓦时）	287.69	286.69	285.69	284.69
	单位售电燃料成本（元/千千瓦时）	372.56	290.79	256.81	233.54
	其他燃料成本（亿元）	251.19	313.98	364.22	393.36
电力折旧	电力折旧（亿元）	226.71	241.45	254.73	267.47
其他成本	其他成本（亿元）	391.42	450.13	504.15	534.40
成本合计	电力及热力成本合计（亿元）	2323.20	2169.12	2153.84	2166.78

数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 15：营业收入及成本预测

		2022A	2023E	2024E	2025E
电力及热力 (亿元)	收入	2351.94	2467.38	2490.47	2561.70
	YoY	21.45%	4.91%	0.94%	2.86%
	成本	2323.20	2169.12	2153.84	2166.78
	毛利率	1.22%	12.09%	13.52%	15.42%
港口服务 (亿元)	收入	2.59	2.95	3.37	3.84
	YoY	7.00%	14.07%	14.07%	14.07%
	成本	1.64	1.89	2.16	2.46
	毛利率	36.53%	36.00%	36.00%	36.00%
运输服务 (亿元)	收入	0.44	0.47	0.49	0.53
	YoY	-25.55%	5.00%	6.00%	7.00%
	成本	0.40	0.42	0.44	0.48
	毛利率	10.57%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务 (亿元)	收入	112.28	121.26	130.96	141.44
	YoY	5.40%	8.00%	8.00%	8.00%
	成本	66.96	72.75	78.58	84.86
	毛利率	40.36%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入	2467.25	2592.06	2625.30	2707.50
	YoY	20.31%	5.06%	1.28%	3.13%
	成本	2392.21	2244.18	2235.02	2254.57
	毛利率	3.04%	13.42%	14.87%	16.73%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.2 相对估值

据公司 2022 年业绩会信息，公司示意性净资产拆分数据中煤电约 527 亿元，燃机约 120 亿元，风电约 486 亿元，光伏约 106 亿元，水电约 6 亿元，生物质约 9 亿元。考虑到火电板块 23 年增幅有限，假设 23 年为 647 亿元。我们采用 PB 估值法，给予火电板块 1.0 倍估值，对应 647 亿元。考虑到风光平价项目逐渐增多且新能源配储压力，未来公司新能源业务净利率预计有所下滑，但同时受益于风光装机规模的持续扩张，假设 23 年新增风光装机 810 万千瓦，对应 23 年风光归母净利润 78.63 亿元，给予 15 倍估值，对应市值 1179 亿元。合计 2023 年总市值 1826 亿元，给予公司目标价 11.63 元。

图表 16：火电板块可比公司估值

证券代码	可比公司	股 价 (元)	BPS (元)				PB (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600027.SH	华电国际	5.81	3.52	6.01	6.44	7.14	1.65	0.97	0.90	0.81
600578.SH	京能电力	3.73	3.12	3.52	3.69	3.83	1.19	1.06	1.01	0.97
600023.SH	浙能电力	4.92	4.57	5.12	5.55	6.00	1.08	0.96	0.89	0.82
平均值							1.31	1.00	0.93	0.87

数据来源：wind，华福证券研究所（截至 2023 年 8 月 3 日数据）

图表 17：新能源板块可比公司估值

证券代码	可比公司	股 价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600905.SH	三峡能源	5.43	0.25	0.32	0.39	0.45	22.60	17.09	14.09	12.20
600821.SH	金开新能	6.58	0.37	0.55	0.77	0.99	19.75	12.05	8.50	6.62
000591.SZ	太阳能	6.59	0.35	0.53	0.70	0.85	20.67	12.36	9.47	7.74
平均值							21.01	13.83	10.69	8.85

数据来源：wind，华福证券研究所（截至 2023 年 8 月 3 日数据）

3 风险提示

煤价上升风险：火电板块受煤价影响较大，若煤价上升，火电板块燃料成本上涨将会影响板块盈利能力。

新能源项目建设不及预期风险：若新建新能源机组建设规模不及预期，则可能影响公司电量销量预期。

政策不及预期风险：国家政策是新能源项目持续扩张的重要驱动力，若未来政策执行力度不及预期，则可能会对项目的推进造成一定影响。

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理，可能存在信息滞后或更新不及时的情况，难以有效反映当前行业或公司的基本面状况。

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