

## 基本符合预期 发电量左右业绩发挥

### 投资要点:

### 1. 事件

公司公布 2012 年三季度业绩。报告期内，公司实现营业收入 1001 亿元，同比增长 0.3%；实现归属母公司股东净利润 42 亿元，同比增长 197.4%。每股收益 0.30 元，其中第三季度每股收益 0.14 元，基本符合我们的预期。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一)、盈利能力提升得益于煤价下跌

公司业绩增长得益于煤价下跌。公司的结算煤价主要从 6 月开始出现明显下跌。燃料成本的下降带来的毛利率提升在第三季度业绩中得到了集中体现。报告期内，公司前三季度营业成本 845 亿元，同比下降 6.8%，而毛利率回升至 15.6%，比去年同期 (9.1%) 上升了 6.5 个百分点。2012 年第三季度毛利率 19%，较去年同期 (7.9%) 上升了 11.1 个百分点，也较 2012 年第二季度 (14.8%) 环比提升。

#### (二)、发电量左右业绩发挥

公司 8-9 月发电量不佳导致单季度业绩略低于预期。报告期内，公司境内电厂累计完成发电量 2236 亿千瓦时，同比减少 5.4%；累计完成售电量 2109 亿千瓦时，同比减少 5.3%。除了经济增速放缓制约了发电量增长以外，今年水电大发挤压火电机组出力也是一个重要原因。湖南、江西、重庆、福建、甘肃和云南等省市来水偏丰，导致公司所在区域的火电发电量受到较大影响。

#### (三)、财务费用率环比下降

公司 2012 年第三季度财务费用为 22 亿元，环比第一季度、第二季度持续下降。这一下降与降息，以及公司主动改善借款结构的举措有关。而今年 6 月以来的两次降息的影响将在 2013 年更加充分的反应。考虑到降息与改善借款结构两因素叠加，我们认为公司综合资金成本峰值已现，财务费用呈现下降趋势。

#### (四)、第四季度存在超预期因素

发电量是影响公司第四季度业绩的重要因素，而财务费用的下降对业绩提升有帮助。同时，第四季度存在的超预期因素来自煤价。近期进口煤价大幅下跌，国内外价差迅速扩大，而大秦线检修结束将导致国内沿海煤炭供给增加，国内沿海煤价承压。

### 3. 投资建议

我们预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.43 元、0.60 元和 0.69 元，对应的 PE 分别为 14 倍、10 倍和 9 倍。维持“推荐”的投资评级。

## 华能国际 (600011.SH)

**推荐** 维持评级

### 分析师

邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020009

特此鸣谢

周然

☎: (8610) 6656 8494

✉: zhouran@chinastock.com.cn

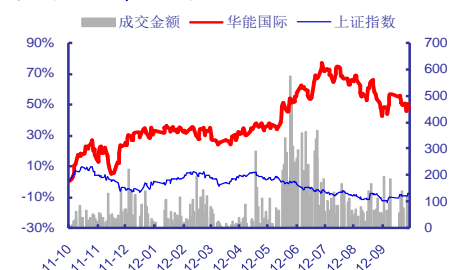
对本报告的编制提供信息

### 市场数据

时间 2012.10.23

A 股收盘价(元)	5.99
A 股一年内最高价(元)	7.30
A 股一年内最低价(元)	4.01
上证指数	2114.45
市净率	1.64
总股本 (万股)	1405538

### 相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

### 相关研究

1. 公司点评——华能国际 (600011): 煤价下跌促毛利率提升 财务费用呈下降趋势 2012.08.01
2. 公司简评报告——华能国际 (600011): 一季度盈利显著改善.....2012.04.25
3. 公司深度报告: 基本面拐点出现, 业绩弹性大.....2012.02.28

## 目录

一、利润指标分析 .....	3
二、核心要素分析 .....	4
(一) 盈利能力提升得益于煤价下跌 .....	4
(二) 发电量左右业绩发挥 .....	5
(三) 财务费用率环比下降 .....	6
(四) 净利率持续提升 .....	6
三、公司投资亮点 .....	7
四、盈利预测及估值 .....	7

## 插图目录

图 1: 秦皇岛动力煤价格变动情况 .....	5
图 2: 公司毛利率变化情况 .....	5
图 3: 公司发电量情况 .....	6
图 4: 公司营业收入情况 .....	6
图 5: 公司财务费用率变化情况 .....	6
图 6: 公司综合资金成本变化情况 .....	6
图 7: 公司实际税率变化情况 .....	7
图 8: 公司净利率变化情况 .....	7

## 表格目录

表 1: 2012Q1-3 利润表与 2011Q1-3 利润表指标对比 .....	3
表 2: 2012Q3 利润表与 2011Q3 利润表指标对比 .....	4
表 3: 华能国际 (600011.SH) 财务报表预测 (单位: 百万元) .....	8
表 4: 公司境内各电厂发电量情况 (发电量单位: 亿千万时) .....	1

## 一、利润指标分析

2012年1-9月，公司实现营业收入1001.2亿元，同比增长0.3%。实现归属净利润42亿元，同比增长197.4%，EPS 0.30元。其中，毛利率提升6.5个百分点，达15.6%，净利率提升2.8个百分点，达4.2%。

表1: 2012Q1-3 利润表与 2011Q1-3 利润表指标对比

单位: 百万元, %	2012Q1-3	2011Q1-3	同比
<b>一、营业总收入</b>	<b>100,117</b>	<b>99,811</b>	<b>0.31%</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>93,944</b>	<b>98,711</b>	<b>-4.83%</b>
其中: 营业成本	84,505	90,690	-6.82%
<b>毛利率</b>	<b>15.59%</b>	<b>9.14%</b>	
营业税金及附加	476	335	
销售费用	5	6	-29.78%
管理费用	2,154	2,080	3.53%
<b>管理费用率</b>	<b>2.15%</b>	<b>2.08%</b>	
财务费用	6,744	5,574	20.97%
<b>财务费用率</b>	<b>6.74%</b>	<b>5.59%</b>	
资产减值损失	61	25	
加: 公允价值变动收益	-6	0	
投资收益及其它	655	597	9.74%
<b>三、营业利润</b>	<b>6,823</b>	<b>1,697</b>	<b>302.05%</b>
加: 营业外收入	337	527	-35.99%
减: 营业外支出	148	51	188.37%
<b>四、利润总额</b>	<b>7,013</b>	<b>2,173</b>	<b>222.77%</b>
减: 所得税费用	2,017	705	186.09%
<b>综合所得税率</b>	<b>28.76%</b>	<b>32.45%</b>	
<b>五、净利润</b>	<b>4,996</b>	<b>1,468</b>	<b>240.39%</b>
归属于母公司净利润	4,195	1,410	197.40%
<b>净利润率</b>	<b>4.19%</b>	<b>1.41%</b>	
少数股东损益	801	57	
<b>少数股东损益占比</b>	<b>16.04%</b>	<b>3.90%</b>	
<b>六、总股本</b>	<b>14,055</b>	<b>14,055</b>	<b>0.00%</b>
<b>七、每股收益(最新期本摊薄)</b>	<b>0.30</b>	<b>0.10</b>	<b>197.40%</b>

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

2012年第三季度，公司实现收入329.4亿元，同比下降7.9%，实现归属净利润19.9亿元，同比增长757.3%，EPS 0.14元。其中，毛利率提升11.1个百分点达19%，净利率提升5.4个百分点，达6%。

表 2: 2012Q3 利润表与 2011Q3 利润表指标对比

单位: 百万元, %	2012Q3	2011Q3	同比
<b>一、营业总收入</b>	<b>32,936</b>	<b>35,757</b>	<b>-7.89%</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>29,777</b>	<b>35,775</b>	<b>-16.77%</b>
其中: 营业成本	26,673	32,942	-19.03%
<b>毛利率</b>	<b>19.02%</b>	<b>7.87%</b>	
营业税金及附加	157	117	
销售费用	1	3	-56.49%
管理费用	743	752	-1.14%
<b>管理费用率</b>	<b>2.26%</b>	<b>2.10%</b>	
财务费用	2,204	1,971	11.83%
<b>财务费用率</b>	<b>6.69%</b>	<b>5.51%</b>	
资产减值损失	-2	-10	
加: 公允价值变动收益	-5	1	
投资收益及其它	189	190	-0.62%
<b>三、营业利润</b>	<b>3,343</b>	<b>173</b>	<b>1829.64%</b>
加: 营业外收入	81	275	-70.63%
减: 营业外支出	24	14	71.00%
<b>四、利润总额</b>	<b>3,400</b>	<b>434</b>	<b>683.01%</b>
减: 所得税费用	991	174	468.33%
<b>综合所得税率</b>	<b>29.16%</b>	<b>40.18%</b>	
<b>五、净利润</b>	<b>2,409</b>	<b>260</b>	<b>827.19%</b>
归属于母公司净利润	1,986	232	757.30%
<b>净利润率</b>	<b>6.03%</b>	<b>0.65%</b>	
少数股东损益	422	28	
<b>少数股东损益占比</b>	<b>17.54%</b>	<b>10.82%</b>	
<b>六、总股本</b>	<b>14,055</b>	<b>14,055</b>	<b>0.00%</b>
<b>七、每股收益(最新期本摊薄)</b>	<b>0.14</b>	<b>0.02</b>	<b>757.30%</b>

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 二、核心要素分析

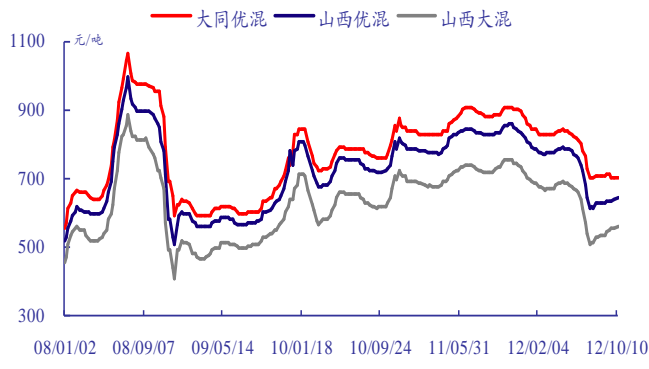
### (一) 盈利能力提升得益于煤价下跌

2012年1-9月,公司持续提升盈利水平,综合毛利率达15.6%,同比提升6.5个百分点。公司第三季度毛利率19%,同比提升11.1个百分点。

毛利率大幅提升主要得益于燃料成本的下降。由于公司沿海电厂占比高,业绩对沿海煤价下跌敏感,业绩弹性大。今年前三季度,秦皇岛下水煤价格呈现下降态势,以山西优混(5500大卡)为例,从年初的805元/吨已跌至10月15日的645元/吨,降幅达20%。

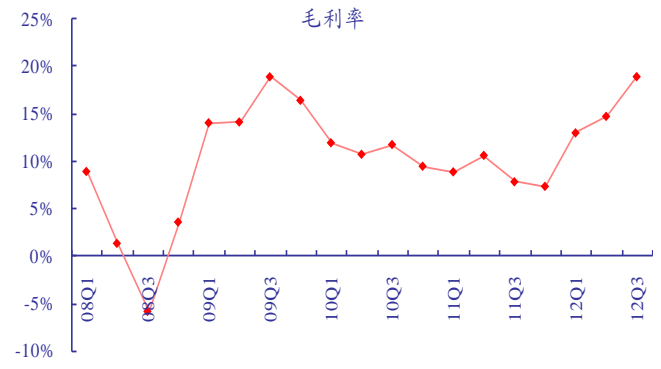
而公司的结算煤价主要从 6 月开始出现明显下跌。燃料成本的下降带来的毛利率提升在第三季度业绩中得到了集中体现。

图 1: 秦皇岛动力煤价格变动情况



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

图 2: 公司毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## (二) 发电量左右业绩发挥

2012 年 1-9 月, 公司境内电厂累计完成发电量 2,236.6 亿千瓦时, 同比减少 5.4%; 累计完成售电量 2,109.2 亿千瓦时, 同比减少 5.3%。新加坡大士能源累计发电量市场占有率 26.2%, 比去年同期下降了 1.3 个百分点。公司第三季度累计完成发电量 734.9 亿千瓦时, 同比减少 12.5%。

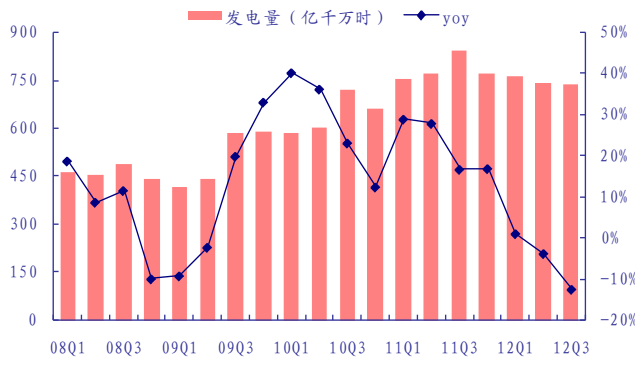
公司前三季度发电量减少的主要原因:

- 1、受经济增速下降影响, 电力需求不振, 前三季度全国全口径发电量仅增长 3%左右, 公司电厂所在地统调发电量仅增长 0.74%, 统调煤机发电量同比减少 3.5%以上;
- 2、前三季度公司平均容量增长率低于公司电厂所在地平均容量增长率 2.4 个百分点, 公司发电量市场份额受到影响;
- 3、今年 5 至 9 月湖南、江西、重庆、福建、甘肃和云南等省市来水偏丰, 特别是三峡水电和云、贵两省送广东水电大发, 挤占了所在省和受电省火电厂的发电空间, 公司发电量受到较大影响;
- 4、今年一季度因云南滇东周边地区煤矿受安全事故影响长期停产整顿, 造成公司滇东两厂电煤供应紧张, 发电量受到影响。

电价上调的翘尾因素在 2012 年得到全面体现。由于 2011 年 4 月、6 月、12 月三次上调电价, 因此 2012 年前三季度的平均上网电价预计比 2011 年同期上涨 5.9%左右。

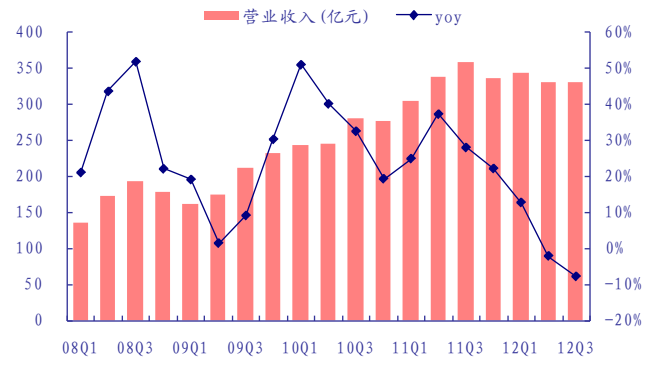
公司发电量低于预期严重制约了业绩发挥。2012 年 1-9 月, 公司实现营业收入 1001.2 亿元, 同比上升 0.3%。公司第三季度实现营业收入 329.4 亿元, 同比下降 7.9%。

图 3: 公司发电量情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 4: 公司营业收入情况

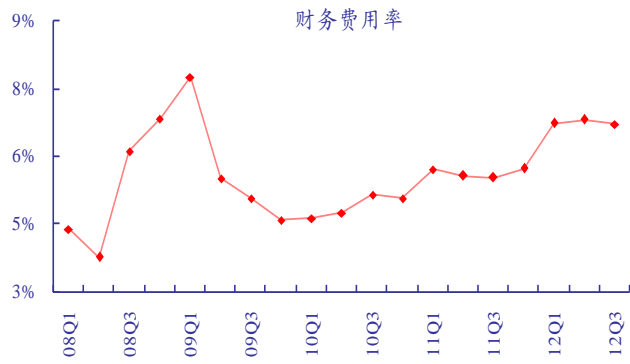


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

### (三) 财务费用率环比下降

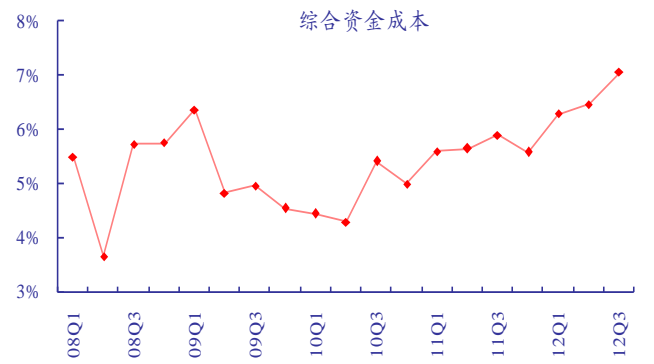
公司 2012 年 1-9 月, 公司财务费用 67.4 亿元, 同比上升 21%, 财务费用率 6.7%, 同比上升 1.2 个百分点。2012 年第三季度财务费用为 22 亿元, 环比第一季度、第二季度持续下降。我们判断这一下降与公司改善借款结构的举措有关(第三季度长期、短期贷款均有较大幅度的削减)。今年 6 月以来的两次降息预计将在 2013 年充分反应在业绩上。考虑到降息与改善借款结构两因素叠加, 我们认为公司综合资金成本峰值已现, 财务费用呈现下降趋势。

图 5: 公司财务费用率变化情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 6: 公司综合资金成本变化情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

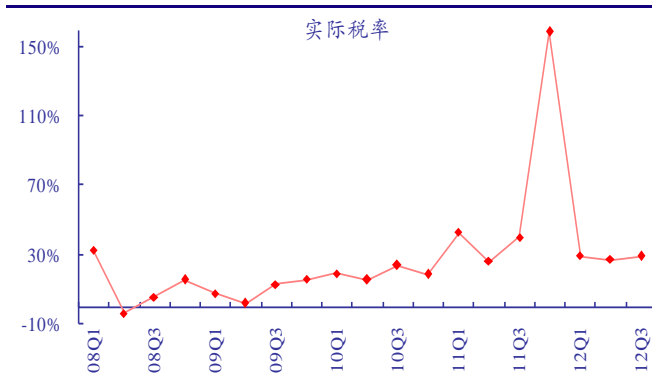
### (四) 净利率持续提升

2012 年 1-9 月, 公司所得税税费 20.2 亿元, 同比增长 186.1%, 综合所得税税率 28.8%, 同比下降 3.7 个百分点。2012 年第三季度综合所得税税率 29.2%, 同比下降 11 个百分点, 环比上升 1.7 个百分点。随着公司电厂盈利状况改善, 公司实际所得税率回归常态。

受到公司毛利率和费用率影响, 2012 年 1-9 月, 公司实现归属净利润 42 亿元, 同比增长 197.4%, 实现净利率 4.2%, 同比提升 2.8 个百分点。其中第三季度实现归属净利润 19.9 亿元, 同比增长 757.3%, 实现净利率 6%, 同比提升 5.4 个百分点。

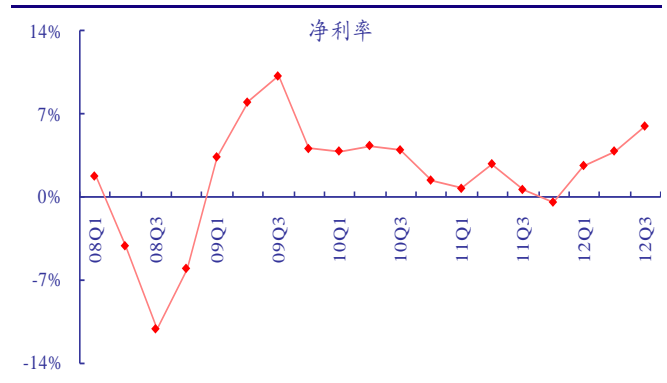


图 7: 公司实际税率变化情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 8: 公司净利率变化情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

### 三、公司投资亮点

公司规模优势显著, 区位优势 and 机组质量优势突出, 盈利能力强。公司沿海电厂占比高, 业绩对沿海煤价下跌敏感, 业绩弹性大。

公司竞争优势主要包括:

#### 1. 区位优势 and 机组质量优势突出

1) 公司机组主要分布在华东、华南等沿海经济发达地区, 享受高电价、高利用率(公司电源分布中 53%位于华东, 7%位于华南); 2) 公司火电装机容量大型化: 60 万千瓦及其以上的火电装机占总装机的比例接近 50%。

#### 2. 市场煤价下跌

由于沿海电厂占比高, 公司率先受益于沿海煤价大幅下挫。而且公司前三季度加快引进低价进口煤。

#### 3. 业绩弹性大

公司业绩对电价、煤价的敏感性极高。当上网电价上调 1%时, 公司每股收益增加 0.07 元; 当煤价均价下跌 1%时, 公司每股收益增加 0.05 元; 当利用率增加 1%时, 公司每股收益增加 0.02 元。

### 四、盈利预测及估值

综合考虑, 预计公司 2012、2013 年收入分别增长 4.5%和 3.5%, 分别达 1394.2 亿、1443.6 亿元。实现归属净利润分别为 60.8 亿、83.9 亿元, 同比增长 379.6%和 38%, 约合 EPS 0.43 元、0.60 元。目前公司股价对应 2012 年估值在 14 倍左右。考虑到公司拐点已确立、盈利能力持续回升中, 我们维持“推荐”的投资评级。

**表 3: 华能国际 (600011.SH) 财务报表预测 (单位: 百万元)**

资产负债表						利润表					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	9548	8670	13942	14435	17040	营业收入	104308	133421	139418	144355	150534
应收票据	637	563	573	593	619	营业成本	92818	121817	117270	119145	123183
应收账款	10273	14814	15279	15820	16497	营业税金及附加	148	484	488	505	527
预付款项	1229	1032	1032	1032	1032	销售费用	4	9	14	14	15
其他应收款	1603	1124	1175	1217	1269	管理费用	2724	2916	3062	3215	3376
存货	5190	7526	6426	6529	6750	财务费用	5106	7494	8826	8591	8530
其他流动资产	214	436	436	436	436	资产减值损失	29	365	400	400	400
长期股权投资	11983	14008	14008	14008	14008	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	123653	154808	164016	170314	175704	投资收益	632	804	740	740	740
在建工程	26243	22165	22165	22165	22165	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	6015	1766	1766	1766	1766	营业利润	4122	1139	10098	13224	15242
无形资产	7507	10207	9702	9196	8690	营业外入净额	471	1209	100	100	100
长期待摊费用	154	182	171	159	146	税前利润	4593	2348	10198	13324	15342
资产总计	223953	254365	267705	274661	283100	减: 所得税	913	984	2958	3331	3836
短期借款	44047	43979	33096	16448	0	净利润	3680	1364	7241	9993	11507
应付票据	75	13	96	98	101	母公司净利润	3544	1268	6082	8394	9666
应付账款	5340	9109	8032	8161	8437	少数股东损益	136	96	1159	1599	1841
预收款项	138	131	131	131	131	基本每股收益 (元)	0.25	0.09	0.43	0.60	0.69
应付职工薪酬	271	230	230	230	230	稀释每股收益 (元)	0.25	0.09	0.43	0.60	0.69
应交税费	-2017	-995	-995	-995	-995	<b>财务指标</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
其他应付款	12237	14662	14662	14662	14662	成长性					
其他流动负债	5526	10643	10643	10643	10643	营收增长率	30.81%	27.91%	4.49%	3.54%	4.28%
长期借款	65185	79845	99645	115645	131645	EBIT 增长率	-15.98%	-5%	127%	15.56%	9.12%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-30.24%	-64%	380%	38.01%	15.15%
负债合计	163094	196206	204129	203610	203442	盈利性					
股东权益合计	60859	58160	63576	71051	79658	销售毛利率	11.01%	8.70%	15.89%	17.46%	18.17%
<b>现金流量表</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	销售净利率	3.53%	1.02%	5.19%	6.92%	7.64%
净利润	3680	1364	7241	9993	11507	ROE	6.70%	2.53%	11.19%	13.94%	14.43%
折旧与摊销	10330	11900	13322	14232	15142	ROIC	3.46%	2.20%	5.71%	6.77%	7.14%
经营现金流	18067	20949	28230	31500	33743	估值倍数					
投资现金流	-26981	-21665	-21225	-19249	-19261	PE	22.01	59.29	13.84	10.03	8.71
融资现金流	13063	70	-1733	-11758	-11878	P/B	1.47	1.50	1.55	1.40	1.26
现金净变动	4150	-646	5272	494	2605	P/S	0.75	0.56	0.60	0.58	0.56
期初现金余额	5452	9548	8670	13942	14435	股息收益率	3.60%	0.93%	2.17%	2.99%	3.44%
期末现金余额	9602	8902	13942	14435	17040	EV/EBITDA	11.39	11.66	7.78	6.96	6.41

资料来源: 中国银河证券研究部



表 4: 公司境内各电厂发电量情况 (发电量单位: 亿千瓦时)

境内电厂	12Q1-3	11Q1-3		12Q3	11Q3	yoy
<b>辽宁省</b>						
大连	43.5	50.54	-13.9%	13.9	17.4	-20.2%
丹东	23.62	25.18	-6.2%	7.6	8.9	-14.4%
营口	58.08	65.39	-11.2%	16.5	25.1	-34.4%
营口热电	24.38	22.82	6.8%	6.6	6.1	7.8%
瓦房店风电	0.71	0.37	91.9%	0.2	0.4	-56.8%
苏子河水电	0.09	0	-	0.1	0.0	-
<b>内蒙古</b>						
化德风电	1.51	0.93	62.4%	0.4	0.2	95.2%
<b>河北省</b>						
上安	109.85	111.09	-1.1%	36.4	36.3	0.3%
康保风电	0.42	0.0029	14382.8%	0.1	0.0	-
<b>甘肃省</b>						
平凉	65.12	90.66	-28.2%	12.6	25.4	-50.3%
酒泉风电	5.8	0	-	1.9	0.0	-
<b>北京市</b>						
北京热电	33.42	36.91	-9.5%	9.7	14.3	-32.0%
北京热电(燃机)	26.22	0	-	11.7	0.0	-
<b>天津市</b>						
杨柳青热电	49.89	50.95	-2.1%	15.9	19.3	-17.8%
<b>山西省</b>						
榆社	26.46	30.64	-13.6%	6.5	9.3	-29.8%
左权	45.43	0	-	17.5	0.0	-
<b>山东省</b>						
德州	114.3	113.35	0.8%	37.8	35.9	5.3%
济宁	37.9	37.69	0.6%	13.0	12.4	5.0%
辛店	26.49	25.05	5.7%	8.3	8.3	0.0%
威海	84.88	82.48	2.9%	33.5	31.3	7.1%
日照二期	58.55	63.37	-7.6%	18.2	21.6	-16.0%
沾化热电	13.61	12.32	10.5%	4.6	3.7	24.1%
<b>河南省</b>						
沁北	131.63	116.73	12.8%	49.7	40.1	24.0%
<b>江苏省</b>						
南通	65.78	71.48	-8.0%	20.7	24.1	-14.2%
南京	27.92	29.36	-4.9%	8.7	9.6	-8.9%
太仓	91.17	86.48	5.4%	30.2	29.5	2.2%
淮阴	54.26	58.43	-7.1%	17.8	22.6	-21.3%
金陵(燃机)	33.14	28.19	17.6%	13.2	13.8	-4.1%
金陵(燃煤)	80.47	86.41	-6.9%	27.0	29.9	-9.7%

启东风电	2.56	2.14	19.6%	0.9	0.7	28.8%
<b>上海市</b>						
石洞口一厂	59.73	58.65	1.8%	19.9	21.2	-6.0%
石洞口二厂	50.16	56.16	-10.7%	16.0	16.3	-1.7%
上海燃机	11.99	10.31	16.3%	6.7	3.1	113.7%
石洞口发电	56.38	48.12	17.2%	19.0	15.2	24.5%
<b>重庆市</b>						
珞璜	84.49	121.19	-30.3%	25.7	38.3	-32.8%
<b>浙江省</b>						
玉环	174.65	204.31	-14.5%	60.0	73.3	-18.2%
<b>湖北省</b>						
恩施马尾沟	0.39	0	-	0.1	0.0	-
<b>湖南省</b>						
岳阳	56.62	79.61	-28.9%	18.6	32.5	-42.8%
湘祁水电	1.26	0	-	0.7	0.0	-
<b>江西省</b>						
井冈山	63.82	71.88	-11.2%	22.8	24.7	-7.6%
<b>福建省</b>						
福州	97.11	126.1	-23.0%	40.0	66.0	-39.4%
<b>广东省</b>						
汕头燃煤	46.93	53.55	-12.4%	16.1	20.6	-21.6%
海门	95.23	106.85	-10.9%	31.1	51.2	-39.3%
<b>云南省</b>						
滇东能源	62.51	84.32	-25.9%	8.6	21.4	-59.8%
雨汪能源	38.19	44.27	-13.7%	8.5	10.6	-19.4%
<b>合计</b>	<b>2,236.62</b>	<b>2,364.28</b>	<b>-5.4%</b>	<b>734.89</b>	<b>840.24</b>	<b>-12.5%</b>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**邹序元，电力等公用事业行业证券分析师。**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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn