

电力

火电行业 2018 年报及 2019 一季报综述

——2018 年量价齐升致业绩改善，2019 年业绩有望继续向好

评级：增持（维持）

分析师：张绪成

执业证书编号：S0740518050002

Email: zhangxc@r.qlzq.com.cn

分析师：李俊松

执业证书编号：S0740518030001

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

研究助理：王瀚

Email: wanghan@r.qlzq.com.cn

重点公司基本状况

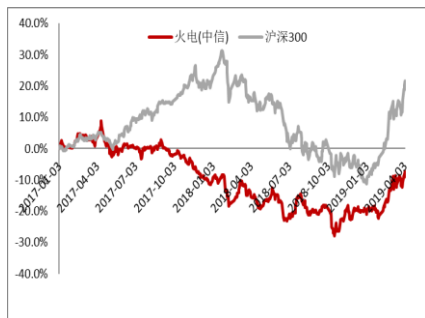
简称	股价 (元)	EPS				PE				PB	评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
华电国际	3.72	0.16	0.32	0.32	0.43	24	12	12	9	0.84	买入
华能国际	6.17	0.07	0.34	0.48	0.58	88	18	13	11	1.27	买入
内蒙华电	2.85	0.13	0.22	0.26	0.28	22	13	11	10	1.45	买入
皖能电力	4.55	0.31	0.45	0.59	0.63	15	10	8	7	0.76	买入
湖北能源	3.91	0.28	0.34	0.43	0.55	14	11	9	7	0.95	买入
长源电力	4.81	0.19	0.44	0.66	0.78	26	11	7	6	1.42	买入

备注

基本状况

上市公司数	36
行业总市值(百万元)	1101890.2
行业流通市值(百万元)	1007376.1

行业-市场走势对比



相关报告

- <<一季度业绩同比大增，未来多项目投资成长性看好>>2018.05.01
- <<一季度业绩同比下降，关注后续煤电整合的协同效应>>2018.05.01
- <<年报业绩同比大增，关注公司国企改革>>2018.05.01

投资要点

- **2018 年业绩显著改善，但 Q4 业绩环比大降。**我们重点关注的 29 家火电上市公司，2018 年合计实现营业收入 7596 亿元，同比上涨 14.7%；合计实现净利润 282 亿元，同比上涨 54.9%；合计实现归属母公司净利润 221 亿元，同比上涨 56.1%。同比业绩的好转主要是由于火电燃煤标杆电价上调和增值税下调 1 个百分点，以及发电量和上网电量同比上涨。环比来看，2018 年归母净利润 Q4 环比 Q3 大幅下降 62.3%，主要是由于 Q4 计提大额资产减值损失。
- **火电发电量、上网电量同比恢复上涨。**2018 年全社会的电力需求同比提高，致使火电发电量、上网电量明显上涨。29 家公司来看，2018 年发电量为 17851 亿千瓦时，同比上涨 10.3%，上网电量 16161 亿千瓦时，同比上涨 6.5%。
- **期间费用绝对值虽同比上涨，但期间费用率同比小幅下降。**从绝对值来看，2018 年累计期间费用 688.89 亿元，同比上涨 13.2%；综合来看，绝对值的增加主要是由于营收规模变大所致。从相对值来看，2018 年期间费用率 9.1%，同比下降 0.1 个百分点；综合来看，相对值的小幅下降，说明了公司的成本管控能力增强，对企业的盈利有利。
- **公司整体盈利能力较去年同期有所改善。**29 家上市公司 2018 年加权平均值为 11.7%，同比上涨 0.6 个百分点；销售净利率为 3.7%，同比上涨 1 个百分点；ROE 为 4.1%，同比上涨 1.2 个百分点，其中有 16 家公司 ROE 同比好转。
- **应收账款周转天数较去年持平。**2018 年 29 家上市公司应收账款周转天数平均为 47 天，同比增加 1 天，涨幅 0.4%，基本与去年持平。
- **经营性现金流同比好转，偿债能力改善。**29 家上市公司 2018 年合计为 1454 亿元，同比增加 209.9 亿元，涨幅 16.9%；资产负债率平均为 67.7%，同比下降 0.5 个百分点；现金流动负债比率 21.9%，同比上涨 2.6 个百分点。
- **2019Q1 煤价同比大降，业绩同比继续改善。**重点关注的 29 家电力上市公司，2019Q1 年合计实现营业收入 2082.6 亿元，同比上涨 14.8%；合计实现净利润 153.74 亿元，同比上涨 89.5%；合计实现归属母公司净利润 114.96 亿元，同比上涨 80.9%。
- **煤价方面，**动力煤现货价格在年初矿难事件的影响下出现了一波反弹，从 580 元/吨提升到 640 元/吨，但从国家对煤炭供给端的诉求来看，仍是尽可能加大国内的供给从而减少对进口煤的依赖，所以加大煤炭供给端的产量释放仍是主要方向；从下游库存来看，长江口和六大电厂的库存绝对量仍处于较高水平，未来有可能成为常态，这种库存变化是从 2018 年 6 月份发生的明显变化，这将有效抑制煤价的大幅上涨；对煤炭价格的同比判断，我们认为今年的现货均价维持在 600~620 元之间，相较于去年的 646 元/吨大概有 5% 的降幅。
- **电力方面，**根据 2019 年政府工作报告的要求，一般工商业企业降电价再降 10%。“两会”之后，相应的政策相继出来，包括各省级电网企业开始落实含税输配电价水平降低的空间全部用于降低一般工商业电价，将国家重大水利工程建设基金降低一半，最近 5 月中旬国家出台第二批降价措施，涉及降低电价附加收费、受增值税率下降传导腾出的跨省跨区专项工程输电价格、水电和核电非市场化电量的降价空间，我们预计再叠加市场化交

易电价的让渡空间，火电发电端的燃煤标杆电价下调概率较小。

- **投资策略：**短期来看，降低一般工商业企业电价基本对火电燃煤标杆电价无忧，风险解除，此外煤价同比去年回落将继续改善火电的盈利水平。从长逻辑来看，我们仍认为煤炭和火电板块有望实现利润的合理分配，在煤价波动不大情况下，利润将会稳定并持续，并有较好的现金流及高股息率，估值有望重构并有较大提升空间（PB-ROE体系）。重点推荐火电龙头【华电国际】、【华能国际】，区域供需结构较好的【内蒙华电】、【皖能电力】，受益于蒙华铁路【长源电力】、【湖北能源】，以及滞涨的【赣能股份】、【天富能源】、【浙江电力】、【京能电力】。
- **风险提示：**经济增速不及预期；政策调控力度过大；水电等出力过快等

内容目录

2018 年综述：上网电量及电价提升，公司盈利好转	- 5 -
上网电量：2018 年火电发电量及利用小时数同比大幅增长	- 5 -
上网电价：2018 年火电燃煤标杆电价和市场化电价同比均有提升	- 6 -
用煤成本：2018 年全年动力煤价格仍维持高位，对业绩是负贡献	- 6 -
业绩同比明显好转，主因量价齐升	- 7 -
产销同比恢复上涨，主因 2018 年社会电力需求增大	- 11 -
期间费用绝对值虽同比上涨，但期间费用率同比小幅下降	- 12 -
公司整体盈利能力较去年同期有所改善	- 13 -
应收账款周转天数较去年持平	- 14 -
经营性现金流同比好转，偿债能力亦有所好转	- 15 -
2019 年一季度：煤炭价格同比大降，火电业绩同比继续改善	- 16 -
2019Q1 动力煤价同比大幅回落	- 16 -
业绩同比明显好转，主因煤炭价格同比下跌	- 17 -
投资策略：标杆电价无忧&用煤成本下降，业绩改善驱动估值修复	- 18 -
风险提示	- 19 -

图表目录

图表 1：全社会累计用电量（单位：亿千瓦时）	- 5 -
图表 2：全社会累计发电量（单位：亿千瓦时）	- 5 -
图表 3：全社会火电发电量累计值（单位：亿千瓦时）	- 5 -
图表 4：火电机组利用小时数（单位：小时）	- 5 -
图表 5：电煤价格指数与燃煤标杆电价变动（分/千瓦时）	- 6 -
图表 6：市场交易电价走势（元/千瓦时）	- 6 -
图表 7：秦皇岛港动力煤价格走势（单位：元/吨）	- 7 -
图表 8：秦港动力煤均价（单位：元/吨）	- 7 -
图表 9：动力煤年度长协和月度长协价格	- 7 -
图表 10：29 家上市公司营业收入和盈利同比情况（单位：百万元）	- 8 -
图表 11：29 家上市公司非经常性损益和扣非归母净利润情况（单位：百万元）	- 9 -
图表 12：29 家上市公司归母净利润环比情况（单位：百万元）	- 10 -
图表 13：29 家公司营业收入总计（单位：百万元）	- 11 -
图表 14：29 家公司净利润总计（单位：百万元）	- 11 -
图表 15：29 家公司归母净利润总计（单位：百万元）	- 11 -
图表 16：29 家公司扣非归母净利润总计（百万元）	- 11 -

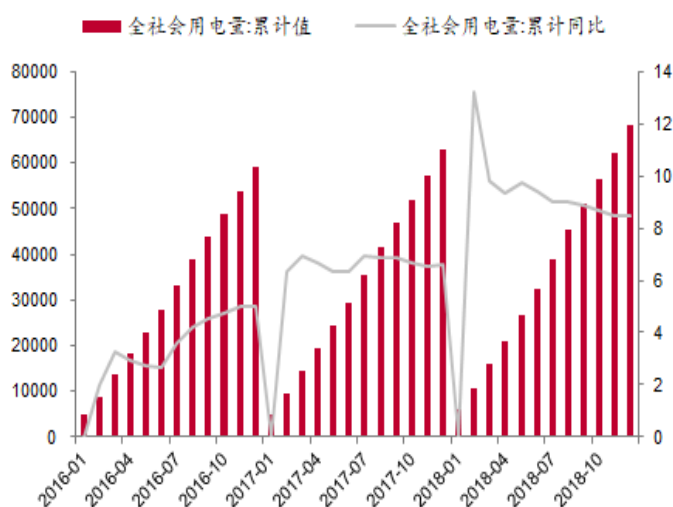
图表 17: 29 家上市公司火电发电量及上网电力情况 (单位: 亿千瓦时)	- 11 -
图表 18: 29 家上市公司期间费用率情况	- 12 -
图表 19: 29 家上市公司毛利率、净利率、ROE 情况	- 13 -
图表 20: 29 家上市公司应收账款周转天数情况 (单位: 天)	- 14 -
图表 21: 29 家上市公司负债和现金流情况 (单位: 百万元)	- 15 -
图表 22: 秦港动力煤均价 (单位: 元/吨)	- 17 -
图表 23: 29 家上市公司一季度营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元) ...	- 17 -
图表 24: 重点公司盈利预测与估值	- 19 -

2018 年综述：上网电量及电价提升，公司盈利好转

上网电量：2018 年火电发电量及利用小时数同比大幅增长

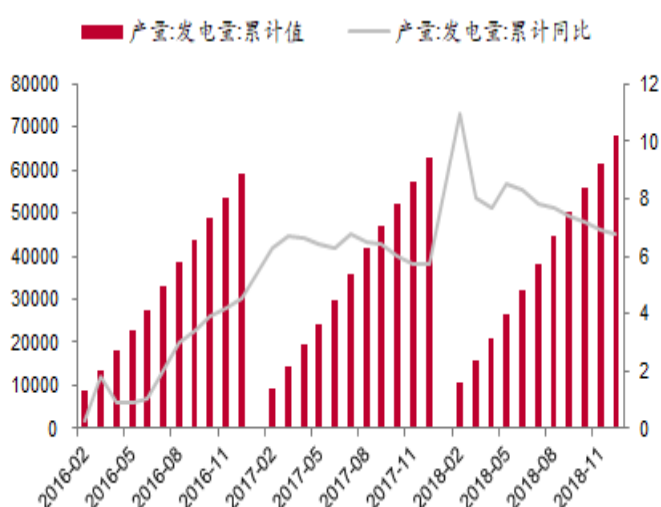
- 2018 年电力需求明显回升，当期全社会用电量 68450 亿千瓦时，同比增长 8.49%；全社会发电量 67914 亿千瓦时，同比增长 6.8%，其中火电发电量 49795 亿千瓦时，同比增加 6%，火电机组利用小时数 4361 小时，同比增长 143 小时。

图表 1: 全社会累计用电量 (单位: 亿千瓦时)



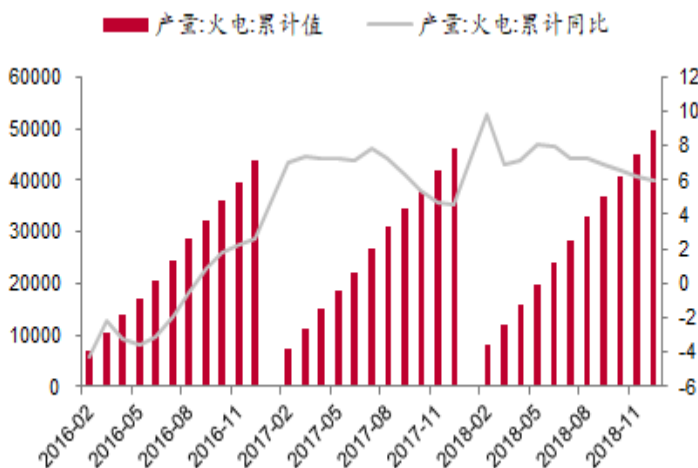
来源：中泰证券研究所，wind

图表 2: 全社会累计发电量 (单位: 亿千瓦时)



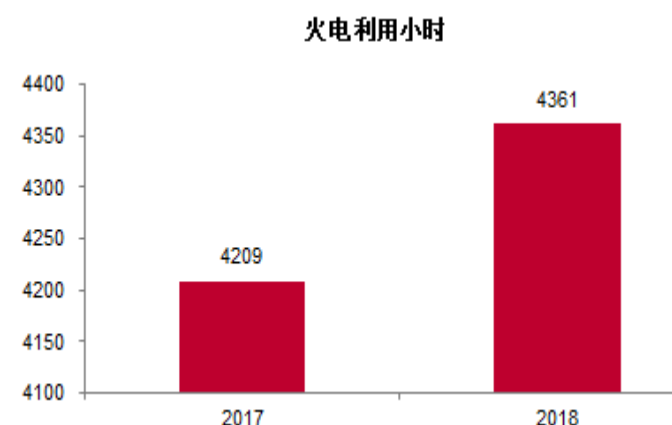
来源：中泰证券研究所，wind

图表 3: 全社会火电发电量累计值 (单位: 亿千瓦时)



来源：中泰证券研究所，wind

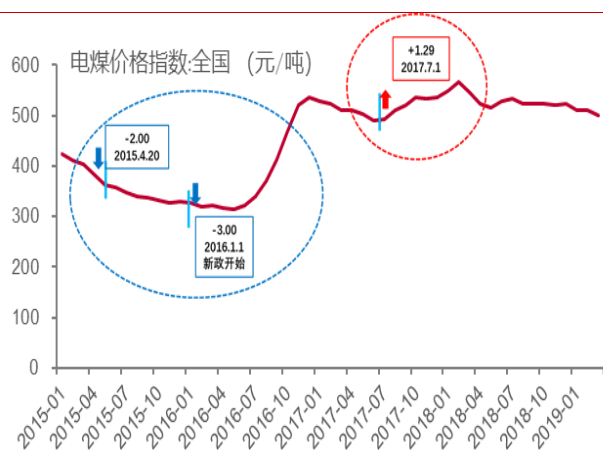
图表 4: 火电机组利用小时数 (单位: 小时)



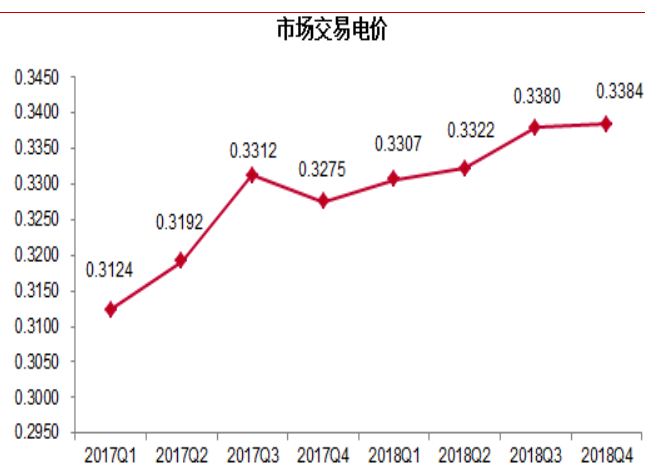
来源：中泰证券研究所，wind

上网电价：2018 年火电燃煤标杆电价和市场化电价同比均有提升

- 2018 年受益于燃煤标杆电价和市场化交易电价的提升，火电综合上网电价同比提升明显。燃煤标杆电价方面，2017 年国家发改委发布了《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》，要求“取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆电价”，该政策于 2017 年 7 月 1 日起实施，因此燃煤标杆电价上调约 1.29 分/千瓦时。市场化交易电价方面，由于 2018 年电力市场供需结构改善，自 2017 年 4 季度以来，煤电市场交易电价连续四个季度保持增长，2018 年 4 季度，大型发电集团煤电市场电价为 0.3384 元/千瓦时，较去年同期提高 0.0109 元/千瓦时。
- 此外，2018 年 5 月 1 日，发电企业上网电价的增值税从 17% 下调至 16%，不含税上网电价相应得到提升。

图表 5: 电煤价格指数与燃煤标杆电价变动(分/千瓦时)


来源：中泰证券研究所，wind

图表 6: 市场交易电价走势 (元/千瓦时)


来源：中泰证券研究所，wind

用煤成本：2018 年全年动力煤价格仍维持高位，对业绩是负贡献

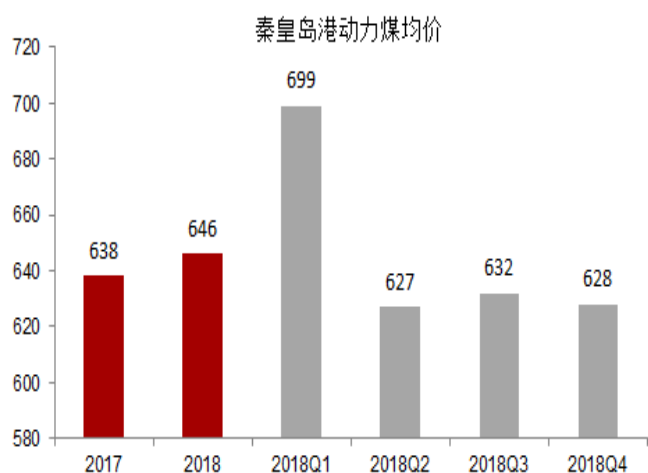
- 国家有意通过一系列的政策调控，促使煤炭价格回归到合理区间之内，如出台“绿黄红价格区间”调控政策、鼓励上下游企业签订长协价、有序置换和投放先进产能等，但煤炭价格在 2018 年全年仍基本处于相对高位，因此火力发电成本居高不下。
- 现货煤价格，2018 年秦港动力煤（Q5500，山西产）均价为 646 元/吨，同比上涨 1.3%，2018Q1 单季度价格高达近 700 元/吨。长协煤价格，2018 年年度长协煤价格 559 元/吨，同比下降 1.6%，月度长协煤价格 629 元/吨，同比上涨 3.8%。因为市场上现货煤的比重仍旧最大，所以综合来看火电企业的用煤成本同比有可能是上涨。

图表 7: 秦皇岛港动力煤价格走势 (单位: 元/吨)



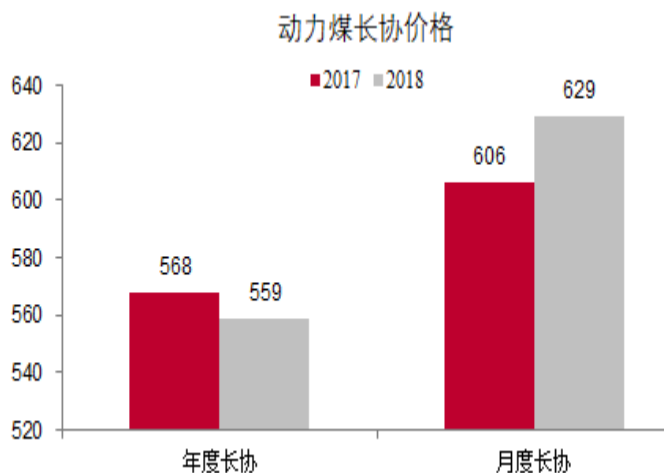
来源: 中泰证券研究所, wind

图表 8: 秦港动力煤均价 (单位: 元/吨)



来源: 中泰证券研究所, wind

图表 9: 动力煤年度长协和月度长协价格



来源: 中泰证券研究所, wind

业绩同比明显好转, 主因量价齐升

- **业绩同比明显好转。**我们重点关注的 29 家火电上市公司, 2018 年合计实现营业收入 7596 亿元, 同比上涨 14.7%; 合计实现净利润 282 亿元, 同比上涨 54.9%; 合计实现归属母公司净利润 221 亿元, 同比上涨 56.1%。主要原因是发电量的增长与利用小时数的提升, 以及燃煤标杆电价和市场化交易电价的同比提升, 同时 2018 年 5 月 1 日增值税下调 1 个百分点也是正向贡献。

图表 10: 29 家上市公司营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元)

公司 名称	2017 营业收入	2018 营业收入	同比 变动	2017 净利润	2018 净利润	同比 变动	2017 归母净利	2018 归母净利	同比 变动
深圳能源	15,546	18,527	19.2%	845	716	-15.2%	749	691	-7.8%
深南电 A	2,046	1,885	-7.9%	0	12	3202.5%	16	19	21.1%
穗恒运	,965	3,119	5.2%	202	102	-49.4%	184	82	-55.5%
粤电力 A	26,64	27,409	2.9%	1,138	910	-20.0%	743	474	-36.2%
皖能电力	12,207	13,416	9.9%	79	640	706.7%	132	556	321.2%
建投能源	10,538	3,976	32.6%	312	662	111.9%	168	432	156.5%
宝新能源	2,515	3, 34	52.5%	103	462	348.3%	103	463	348.8%
*ST 新能	2,745	2,603	- .2%	(565)	1,083	---	(549)	1,073	---
漳泽电力	9,520	11,230	18.0%	(2,039)	49	---	(1,556)	319	---
赣能股份	2, 2	2,568	20.8%	16	189	1045.9%	16	189	1045.9%
东方能源	2,524	2,959	17.2%	69	130	88. %	68	139	105.3%
长源电力	5,464	6,563	20.1%	(122)	216	---	(122)	209	---
豫能控股	8,760	8,082	-7.7%	26	(872)	-3434.2%	54	(660)	-1333.6%
江苏国信	19,191	21,005	9.5%	2, 24	3,277	16.1%	2,180	2,556	17.3%
华能国际	152,459	169,861	11.4%	2,147	2,407	12.2	1, 93	1,439	-19.8%
上海电力	18,844	22,579	19.8%	1,429	3,4 3	13 .8%	928	2,769	198.4%
浙能电力	51,191	56,634	10.6%	4,745	4,328	-8.8%	4,334	4,036	-6.9%
华电国际	79,00	88,365	11.8%	776	2,272	192.8%	430	1,695	294.2%
广州发展	24,652	25,982	5.4%	894	794	-11.2%	679	701	3.3%
金山股份	6,907	7,138	3.3%	(979)	(889)	---	(896)	(729)	---
天富能源	4,238	4,956	16.9%	167	37	-77.7%	179	50	-72.3%
京能电力	12,221	2,695	3.9%	26	808	210.2%	534	892	66.9%
中能股份	32,404	36,221	11.8%	2,185	2,367	8.3%	1,738	1,826	5.1%
华电能源	9,082	9,807	8.0%	(1,205)	(881)	---	(1,104)	(762)	---
华银电力	7,338	9,590	30.7%	(1,194)	57	---	(1,157)	59	---
通宝能源	5,097	6,027	18.2%	78	220	183.0%	82	224	173.7%
国电电力	59,833	65,490	9.5%	2,764	1,809	-34.6%	2,223	1,369	-38.4%
内蒙华电	1 ,783	13,743	16.6%	797	1,094	37.2%	514	783	52.2%
大唐发	64 608	93,390	44.5%	2,449	2,790	13.9%	1,712	1,235	-27.9%
合计	662,455	759,651	14.7%	18,204	28,202	54.9%	14,176	22,128	56.1%

来源: wind、中泰证券研究所

- 扣非后业绩仍表现为大幅增长。**从扣非归母净利润来看, 29 家上市公司 2018 年实现扣非归母净利润 151 亿元, 同比上涨 52.3%; 非经常性损益 67.8 亿元, 同比上涨 67.4%。2018 年非经常性损益总体规模上涨, 除去非经常性损益的部分, 扣非归母净利润仍有明显的上涨幅度, 说明相比 2017 年 29 家企业的火电业务经营明显好转。

图表 11: 29 家上市公司非经常性损益和扣非归母净利情况 (单位: 百万元)

公司 名称	2017 扣非归母净利润	2018 扣非归母净利润	同比 变动	2017 非经常性损益	2018 非经常性损益	同比 变
深圳能源	752	660	-12.2%	(2.9)	30.4	—
深南电 A	11	(14)	-218.4%	4.5	32.8	629.7%
穗恒运 A	182	104	-42.6%	2.4	(22.5)	-1055.9%
粤电力 A	718	412	-42.6%	24.7	62.4	152.4%
皖能电力	122	369	202.2%	9.9	187.2	1783.2%
建投能源	160	422	164.2%	8.8	10.3	16.4%
宝新能源	(210)	279	—	313.1	184.4	-41.1%
*ST 新能	(147)	497	—	(402.0)	76.2	—
漳泽电力	(1,763)	(649)	—	207.0	968.0	367.7%
赣能股份	168	172	2.5%	(151.4)	16.5	—
东方能源	26	104	3.31%	41.8	34.8	-16.9%
长源电力	(138)	206	—	16.7	2.5	-85.2%
豫能控股	(69)	(682)	—	122.	21.2	-82.7%
江苏国信	2,280	2,523	10.6%	(100.8)	33.3	—
华能国际	450	1,420	215.4%	1,342.8	18.6	-98.6%
上海电力	244	515	111.5%	684.3	2,253.6	229.3%
浙能电力	4,262	3,71	-12.9%	72.6	322.8	344.4%
华电国际	447	1,693	278.9%	(16.6)	2.6	—
广州发展	642	68	6.8%	36.7	15.3	-58.4%
金山股份	(904)	(940)	—	8.1	211.3	2496. %
天富能源	148	23	-84.6%	30.4	26.7	-12.1%
京能电力	459	833	81.7%	75.5	58.4	-22.7%
申能股份	1,243	1,485	19. %	494.2	341.3	-30.9%
华电能源	(1,140)	(843)	—	35.8	81.6	128.2%
华银电力	(1,184)	(256)	—	26.6	315.2	1083.2%
通宝能源	82	223	170.0%	(0.6)	1.3	—
国电电力	1,562	377	-75.9%	502.4	823.2	63.8%
内蒙华电	130	699	437.5%	384.0	83.2	-78.3%
大唐发电	1,430	1,144	-2.0%	282.1	90.3	-68.0%
合计	9,964	15,176	52.3%	4,052.8	6,782.5	67.4%

来源: wind、中泰证券研究所

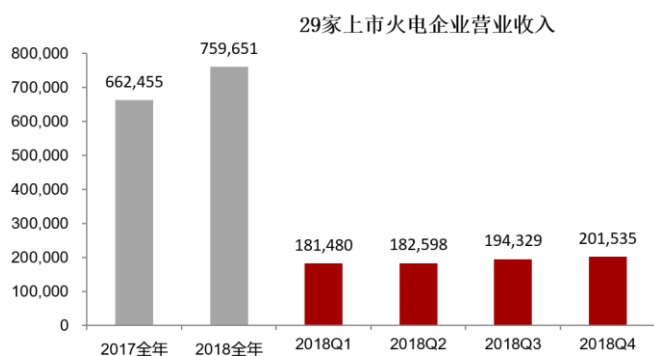
- 2018Q4 单季业绩明显下滑, 主要由于计提大额资产减值准备。**2018 年 29 家上市公司各单季度的归母净利润分别为 63.5 亿元、82.3 亿元、55.3 亿元、20.9 亿元, 2018Q4 环比 Q3 大幅下降 62.3%, 2018Q2 单季归母净利润最高。2018Q4 单季业绩的环比大幅下降, 我们分析认为主要是由于火电企业大多在四季度计提大额资产减值准备, 从资产减值损失来看, 29 家上市公司前三季度资产减值损失合计为 6.2 亿元, 而 2018Q4 单季资产减值损失多达 61.9 亿元。

图表 12: 29 家上市公司归母净利环比情况 (单位: 百万元)

公司 名称	2018Q1 归母净利	2018Q2 归母净	2018Q3 归母净利	2018Q4 归母净利	Q4/Q3 环比变动
深圳能源	61	476	67	87	29.9%
深南电 A	(11)	41	7	(18)	-350.2%
穗恒运 A	8	31	34	9	-73.7%
粤电力 A	6	443	490	(464)	-194.8%
皖能电力	86	55	160	256	60.0%
建投能源	200	(12)	95	149	57.1%
宝新能源	64	424	125	(150)	-219.8%
*ST 新能	5 1	(18)	(7)	518	---
漳泽电力	(343)	693	(160)	129	---
赣能股份	23	77	88	1	-98.5%
东方能源	96	21	17	4	73.8%
长源电力	52	(28)	145	39	-73.2%
豫能控股	(201)	(111)	7	(356)	-4989.4%
江苏国信	4 5	83	627	973	55.1%
华能国际	1,219	910	(140)	(550)	---
上海电力	87	21	4 6	2,055	406.1%
浙能电力	573	1,775	1,406	282	-80.0%
华电国际	687	299	539	170	-68.5%
广州发展	106	32	209	56	-73.1%
金山股份	13	(198)	(249)	(294)	---
天富能源	74	(65)	56	(15)	-127.1%
京能电力	148	160	289	295	1.9%
申能股份	337	576	338	575	70.2%
华电能源	181	(227)	(477)	(239)	---
华银电力	31	(49)	17	60	---
通宝能源	82	41	41	60	46.6%
国电电力	1,203	671	758	(1,263)	-266.6%
内蒙华电	5	288	245	245	-0.2%
大唐发电	541	822	398	(527)	-232.2%
合计	6,354	8,226	5,533	2,087	-62.3%

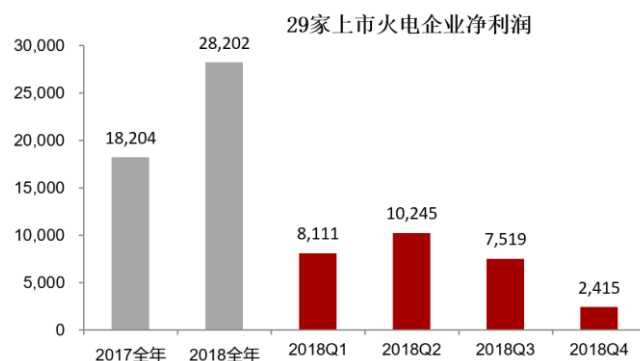
来源: wind、中泰证券研究所

图表 13: 29 家公司营业收入总计 (单位: 百万元)



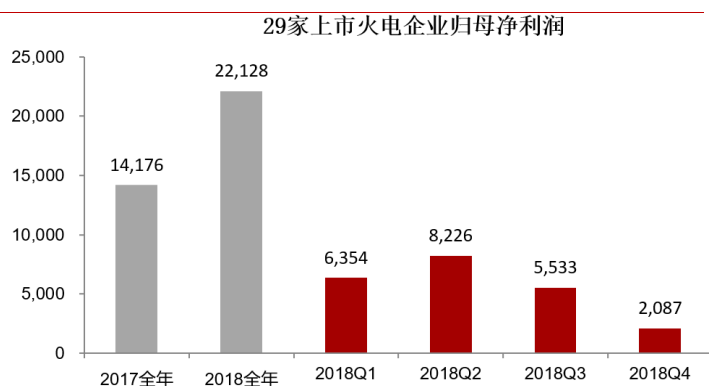
来源: 中泰证券研究所, wind

图表 14: 29 家公司净利润总计 (单位: 百万元)



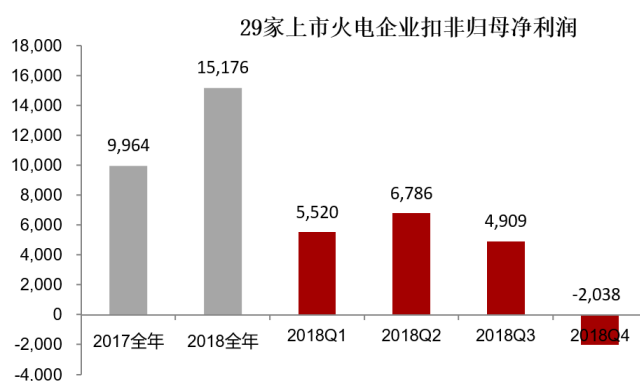
来源: 中泰证券研究所, wind

图表 15: 29 家公司归母净利润总计 (单位: 百万元)



来源: 中泰证券研究所, wind

图表 16: 29 家公司扣非归母净利润总计 (百万元)



来源: 中泰证券研究所, wind

产销同比恢复上涨, 主因 2018 年社会电力需求增大

- 2018 年全社会的电力需求同比提高, 致使发电量、上网电量明显上涨。29 家公司来看, 2018 年发电量为 17851 亿千瓦时, 同比上涨 10.3%, 上网电量 16161 亿千瓦时, 同比上涨 6.5%。

图表 17: 29 家上市公司火电发电量及上网电力情况 (单位: 亿千瓦时)

公司 名称	2017	2018	同比 变动	2017	2018	同比 变动
	发电量	发电量		上网电量	上网电量	
深圳能源	306	361	18.0%	290	342	18.1%
深南电 A	31	28	-10.2%	1	43	37.2%
穗恒运 A		626	—	53	54	1.9%
粤电力 A	720	751	4.3%	680	710	4.4%
皖能电力	254	286	12.5%	25	286	12.5%
建投能源	356	411	15.5%	324	384	18.5%
宝新能源	55	79	44.3%	5	7	43.1%

*ST 新能	46	5	-89.2%	42	5	-89.2%
漳泽电力	289	324	11.8%	261	293	2.1%
赣能股份	63	75	18.1%	60	71	17.6%
东方能源	47	46	-1.8%	44	45	2.0%
长源电力	142	171	20.2%	134	161	20.2%
豫能控股	225	211	-6.1%	212	199	-6.1%
江苏国信	495	515	4.1%	473	49	4.3%
华能国际	3,854	4,181	8.5%	3,626	3,940	8.7%
上海电力	369	431	16.7%	351	08	16.2%
浙能电力	1,153	1,240	7.6%	1,088	1,170	7.5%
华电国际	1,949	1,959	0.5%	1,813	1,822	0.5%
广州发展	164	166	1.6%	154	156	1.9%
金山股份	224	228	1.7%	202	204	1.1%
天富能源	102	136	33.9%	92	122	33.5%
京能电力	478	493	3.1%	441	452	2.6%
中能股份	265	273	3.3%	253	260	2.7%
华电能源	238	254	6.4%	215	229	6.3%
华银电力	184	227	23.8%	170	210	23.9%
通宝能源	48	53	10.9%	44	49	10.8%
国电电力	1,443	1,489	3.2%	1,300	1,336	2.8%
内蒙华电	457	513	12.3%	421	472	12.3%
大唐发电	2,229	2,318	4.0%	2,090	2,171	3.9%
合计	16,186	17,851	10.3%	15,169	16,161	6.5%

来源: wind、中泰证券研究所

期间费用绝对值虽同比上涨，但期间费用率同比小幅下降

- 期间费用方面，企业也在采取多种措施进行控制。从绝对值来看，2018年累计期间费用 688.89 亿元，同比上涨 13.2%，其中，销售费用 10.1 亿元，同比上涨 22.4%，管理费用 196 亿元，同比上涨 7.4%，财务费用 482 亿元，同比上涨 15.5%；综合来看，绝对值的增长主要是由于营收规模变大所致。从相对值来看，2018 年期间费用率 9.1%，同比下降 0.1 个百分点，其中，销售费用率 0.1%，与去年基本持平，管理费用率 2.6%，同比下降 0.2 个百分点，财务费用率 6.4%，同比上涨 0.1 个百分点；综合来看，相对值与去年相比基本持平，说明了期间费用增长不是由于企业管理能力变化所致。

图表 18: 29 家上市公司期间费用率情况

公司 名称	2018	同比变动	2018	同比变动	2018	同比变动	2018	同比变动
	期间费用率	百分点	销售费用率	百分点	管理费用率	百分点	财务费用率	百分点
深圳能源	16.0%	0.2	1.1%	0.2	5.1%	(0.0)	9.8%	(0.0)
深南电 A	7.3%	(0.3)	0.2%	0.0	5.0%	0.1	2.1%	(0.5)
穗恒运 A	11.6%	0.3	0.7%	0.1	4.5%	(0.4)	6.4%	0.6

粤电力 A	7.5%	0.3	0.1%	0.1	2.5%	0.1	4.9%	0.1
皖能电力	3.5%	0.4	0.0%	0.0	0.4%	0.0	3.2%	0.4
建投能源	9.5%	(1.7)	0.4%	(0.1)	5.1%	(1.2)	4.0%	(0.4)
宝新能源	13.1%	(9.8)	0.1%	(0.2)	7.5%	(5.8)	5.5%	(3.8)
*ST 新能	7.0%	(12.8)	3.2%	1.1	2.2%	(9.4)	1.6%	(4.5)
漳泽电力	15.7%	0.4	0.0%	(0.0)	1.5%	(0.2)	14.3%	0.6
赣能股份	7.2%	(0.6)	0.0%	0.0	2.9%	(0.4)	4.3%	(0.2)
东方能源	7.9%	2.9	0.0%	0.0	2.0%	(0.3)	5.9%	3.1
长源电力	4.7%	(0.2)	0.0%	(0.0)	1.3%	0.0	3.4%	(0.2)
豫能控股	6.6%	0.9	0.1%	0.0	1.6%	0.2	4.9%	0.7
江苏国信	5.9%	0.1	0.0%	0.0	2.4%	(0.1)	3.5%	0.2
华能国际	8.7%	(0.1)	0.0%	0.0	2.5%	(0.1)	6.2%	(0.0)
上海电力	15.3%	0.4	0.0%	(0.0)	5.8%	(0.3)	9.5%	0.8
浙能电力	4.9%	(0.0)	0.0%	0.0	2.7%	(0.2)	2.2%	0.2
华电国际	8.1%	(0.4)	0.0%	0.0	2.1%	(0.0)	6.0%	(0.4)
广州发展	6.7%	0.9	1.0%	(0.1)	3.2%	0.8	2.5%	0.2
金山股份	12.0%	0.4	0.0%	(0.0)	2.6%	(0.2)	9.5%	0.7
天富能源	19.1%	0.8	2.3%	(0.1)	7.0%	0.6	9.8%	0.3
京能电力	13.9%	1.3	0.0%	0.0	4.2%	0.0	9.7%	1.3
申能股份	3.2%	0.0	0.0%	(0.0)	2.0%	0.1	1.2%	(0.0)
华电能源	9.3%	0.2	0.1%	(0.0)	0.8%	(0.4)	8.4%	0.6
华银电力	7.7%	(1.0)	0.1%	(0.0)	1.3%	(0.4)	6.2%	(0.6)
通宝能源	8.8%	(2.0)	0.0%	0.0	7.5%	(1.1)	1.3%	(0.9)
国电电力	13.1%	0.7	0.1%	0.0	1.4%	(0.1)	11.6%	0.7
内蒙华电	7.7%	(0.8)	0.0%	0.0	0.2%	(0.0)	7.5%	(0.8)
大唐发电	11.5%	(1.1)	0.1%	(0.0)	3.3%	(0.0)	8.1%	(1.0)
加权平均	9.1%	(0.1)	0.1%	0.0	2.6%	(0.2)	6.4%	0.1

来源: wind、中泰证券研究所

公司整体盈利能力较去年同期有所改善

- 从销售毛利率来看, 29 家上市公司 2018 年加权平均值为 11.7%, 同比上涨 0.6 个百分点, 其中有 15 家公司毛利率同比好转; 从销售净利率来看, 29 家上市公司 2018 年加权平均值为 3.7%, 同比上涨 1.0 个百分点, 盈利能力提高, 其中有 19 家公司净利率同比好转; 从 ROE 来看, 29 家上市公司 2018 年加权平均值为 4.1%, 同比上涨 1.2 个百分点, 其中有 16 家公司 ROE 同比好转。

图表 19: 29 家上市公司毛利率、净利率、ROE 情况

公司 名称	2017 毛利率	2018 毛利率	同比变动 百分点	2017 净利率	2018 净利率	同比变动百 分点	2017 ROE	2018 ROE	同比变动百 分点
深圳能源	27.5%	26.6%	(0.8)	5.4%	3.9%	(1.6)	3.4%	3.2%	(0.2)
深南电 A	8.4%	7.0%	(1.3)	0.0%	0.7%	0.6	0.8%	1.0%	0.2
穗恒运 A	19.3%	18.2%	(1.1)	6.8%	3.3%	(3.5)	4.7%	2.1%	(2.6)
粤电力 A	12.6%	11.5%	(1.0)	4.3%	3.3%	(0.9)	3.2%	2.0%	(1.1)

皖能电力	3.4%	6.0%	2.6	0.6%	4.8%	4.1	1.3%	5.6%	4.3
建投能源	15.4%	16.1%	0.8	3.0%	4.7%	1.8	1.5%	4.0%	2.5
宝新能源	25.3%	31.6%	6.3	4.1%	12.1%	8.0	1.2%	5.3%	4.1
*ST 新能	6.8%	34.7%	27.9	-20.6%	41.6%	62.2	-53.8%	65.0%	118.8
漳泽电力	-7.9%	5.5%	13.4	-21.4%	0.4%	21.9	-19.0%	4.3%	23.3
赣能股份	12.3%	11.8%	(0.6)	0.8%	7.3%	6.6	0.4%	4.1%	3.8
东方能源	9.2%	13.5%	4.3	2.7%	4.4%	1.7	2.6%	5.5%	2.9
长源电力	2.6%	10.0%	7.3	-2.2%	3.3%	5.5	-3.6%	6.2%	9.8
豫能控股	5.3%	-3.3%	(8.6)	0.3%	-10.8%	(11.1)	0.9%	-11.0%	(11.8)
江苏国信	15.1%	14.9%	(0.3)	14.7%	15.6%	0.9	13.2%	12.1%	(1.1)
华能国际	11.3%	11.3%	(0.0)	1.4%	1.4%	0.0	2.5%	1.9%	(0.6)
上海电力	19.6%	21.4%	1.8	7.6%	15.1%	7.5	7.0%	18.9%	11.9
浙能电力	11.7%	9.5%	(2.2)	9.3%	7.6%	(1.6)	7.2%	6.6%	(0.6)
华电国际	10.5%	12.4%	1.8	1.0%	2.6%	1.6	1.0%	3.7%	2.6
广州发展	10.9%	10.0%	(0.9)	3.6%	3.1%	(0.6)	4.4%	4.3%	(0.0)
金山股份	0.9%	-1.1%	(2.0)	-14.2%	-12.5%	1.7	-28.4%	-31.3%	(2.8)
天富能源	28.3%	21.9%	(6.4)	3.9%	0.8%	(3.2)	3.6%	0.8%	(2.9)
京能电力	6.5%	10.7%	4.2	2.1%	6.4%	4.2	2.4%	3.9%	1.5
申能股份	7.4%	7.7%	0.3	6.7%	6.5%	(0.2)	6.8%	7.1%	0.3
华电能源	3.4%	1.7%	(1.7)	-13.3%	-9.0%	4.3	-38.7%	-39.3%	(0.5)
华银电力	0.2%	7.1%	6.9	-16.3%	0.6%	16.9	-32.5%	2.0%	34.4
通宝能源	14.1%	14.3%	0.2	1.5%	3.6%	2.1	1.7%	4.5%	2.8
国电电力	17.0%	18.6%	1.6	4.6%	2.8%	(1.9)	4.2%	2.5%	(1.7)
内蒙华电	17.5%	21.4%	3.9	6.8%	8.0%	1.2	5.1%	7.4%	2.2
大唐发电	16.8%	15.7%	(1.1)	3.8%	3.0%	(0.8)	4.2%	2.6%	(1.7)
加权平均	11.1%	11.7%	0.6	2.7%	3.7%	1.0	2.9%	4.1%	1.2

来源: wind、中泰证券研究所

应收账款周转天数较去年持平

- 应收账款方面, 2018 年 29 家上市公司应收账款周转天数平均为 47 天, 同比增加 1 天, 涨幅 0.4%, 基本与去年持平。

图表 20: 29 家上市公司应收账款周转天数情况 (单位: 天)

公司 名称	2017	2018	同比 变动
	应收账款周转天数	应收账款周转天数	
深圳能源	95	102	6.4%
深南电 A	25	23	-4.8%
穗恒运 A	40	36	-11.2%
粤电力 A	38	41	7.3%
皖能电力	39	37	-5.2%
建投能源	49	47	-3.9%
宝新能源	50	42	-16.3%
*ST 新能	81	77	-5.5%

漳泽电力	83	89	7.6%
赣能股份	66	47	-29.0%
东方能源	53	67	27.6%
长源电力	40	38	-4.3%
豫能控股	74	91	23.2%
江苏国信	32	29	-9.7%
华能国际	42	49	16.6%
上海电力	63	67	6.7%
浙能电力	37	35	-4.8%
华电国际	35	38	9.7%
广州发展	16	17	7.8%
金山股份	36	38	6.2%
天富能源	20	21	4.4%
京能电力	35	43	23.2%
申能股份	24	30	21.2%
华电能源	47	48	2.0%
华银电力	94	67	-29.1%
通宝能源	15	13	-13.1%
国电电力	34	33	-2.9%
内蒙华电	39	48	20.9%
大唐发电	46	42	-9.1%
算数平均	46	47	0.4%

来源: wind、中泰证券研究所

经营性现金流同比好转，偿债能力亦有所好转

- 经营性现金流方面，29 家上市公司 2018 年合计为 1454 亿元，同比增加 209.9 亿元，涨幅 16.9%；资产负债率平均为 67.7%，同比下降 0.5 个百分点；现金流动负债比率 21.9%，同比上涨 2.6 个百分点。综合来看，企业的现金流情况有所好转，资产负债率下降，偿债能力也有所好转。

图表 21: 29 家上市公司负债和现金流情况 (单位: 百万元)

公司 名称	2017	2018	同比变动 绝对值	2017	2018	同比变 动百分 点	2017	2018	同比变 动 百分点
	经营性现 金流	经营性 现金流		资产负债率	资产负债率		现金流动负 债比率	现金流动负 债比率	
深圳能源	2,827	4,179	1,352	68.0%	67.7%	(0.3)	11.6%	18.6%	7.0
深南电 A	197	237	40	29.8%	38.4%	8.6	25.7%	20.7%	(5.0)
穗恒运 A	501	423	(78)	54.2%	58.8%	4.7	13.4%	8.0%	(5.4)
粤电力 A	3,676	6,000	2,324	58.2%	57.0%	(1.2)	19.1%	31.0%	11.9
皖能电力	989	1,367	378	48.1%	50.2%	2.1	15.3%	16.9%	1.6
建投能源	1,258	2,566	1,308	58.3%	57.8%	(0.5)	12.4%	27.1%	14.7
宝新能源	768	983	214	51.2%	59.0%	7.8	66.2%	18.5%	(47.7)

*ST 新能	413	1,340	928	84.2%	56.7%	(27.5)	8.4%	50.9%	42.6
漳泽电力	1,158	2,018	861	83.4%	84.0%	0.6	5.7%	8.2%	2.5
赣能股份	385	308	(77)	38.9%	38.6%	(0.4)	19.4%	12.8%	(6.6)
东方能源	415	589	174	63.1%	66.7%	3.5	16.4%	21.2%	4.7
长源电力	574	905	330	63.5%	61.9%	(1.6)	14.6%	23.2%	8.6
豫能控股	568	1,061	493	64.9%	69.7%	4.8	8.4%	13.6%	5.2
江苏国信	3,261	3,046	(215)	50.6%	42.8%	(7.8)	19.0%	16.6%	(2.4)
华能国际	29,197	28,892	(305)	75.7%	74.8%	(0.9)	18.7%	20.9%	2.2
上海电力	4,152	6,351	2,199	76.2%	73.3%	(2.9)	13.6%	16.6%	3.0
浙能电力	9,986	6,774	(3,212)	39.1%	37.0%	(2.1)	54.6%	41.3%	(13.3)
华电国际	12,789	17,806	5,017	74.4%	70.4%	(4.0)	15.9%	23.6%	7.7
广州发展	2,358	1,684	(674)	50.1%	49.2%	(0.9)	27.9%	16.0%	(11.9)
金山股份	967	994	27	83.3%	87.6%	4.3	9.8%	8.8%	(1.0)
天富能源	292	1,548	1,256	66.0%	69.3%	3.3	6.5%	26.2%	19.7
京能电力	1,729	2,455	727	56.6%	60.0%	3.4	9.0%	14.0%	5.0
申能股份	2,435	2,768	333	38.1%	42.5%	4.4	19.9%	21.7%	1.8
华电能源	889	2,520	1,631	89.3%	92.6%	3.4	5.9%	17.2%	11.3
华银电力	496	1,748	1,252	84.8%	83.6%	(1.2)	6.7%	22.1%	15.4
通宝能源	932	1,126	195	60.1%	57.6%	(2.5)	33.1%	35.6%	2.5
国电电力	19,778	23,162	3,384	73.5%	73.8%	0.3	25.3%	31.7%	6.3
内蒙华电	3,324	3,284	(40)	68.1%	61.7%	(6.4)	25.2%	28.1%	3.0
大唐发电	18,142	19,314	1,172	74.6%	75.6%	1.1	28.9%	21.0%	(8.0)
合计/ 加权平均	124,457	145,449	20,992	68.2%	67.7%	(0.5)	19.4%	21.9%	2.6

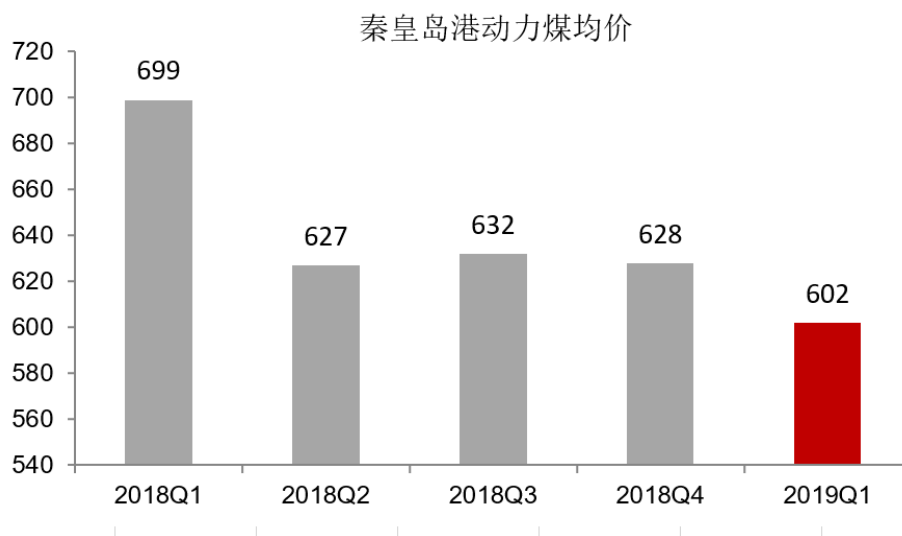
来源: wind、中泰证券研究所

2019 年一季度：煤炭价格同比大降，火电业绩同比继续改善

2019Q1 动力煤价同比大幅回落

- 2019 年伊始，动力煤价格在供给释放和高库存的影响下延续 2018 年底的 580 元/吨的相对低价格走势，后来受到连续矿难事件影响，价格有所上涨，但最高并未超过 640 元/吨。综合来看，2019 年 Q1 的均价为 602 元/吨，同比去年同期大幅下跌 14%。

图表 22: 秦港动力煤均价 (单位: 元/吨)



来源: 中泰证券研究所, wind

业绩同比明显好转, 主因煤炭价格同比下跌

- 我们重点关注的 29 家电力上市公司, 2019Q1 年合计实现营业收入 2082.6 亿元, 同比上涨 14.8%; 合计实现净利润 153.74 亿元, 同比上涨 89.5%; 合计实现归属母公司净利润 114.96 亿元, 同比上涨 80.9%。同比业绩的好转主要是由于煤炭价格同比大幅下跌。

图表 23: 29 家上市公司一季度营业收入和盈利同比情况 (单位: 百万元)

公司 名称	2018Q1 营业收入	2019Q1 营业收入	同比 变动	2018Q1 净利润	2019Q1 净利润	同比 变动	2018Q1 归母净利	2019Q1 归母净利	同比 变动
深圳能源	3,645	3,965	8.8%	60	406	578.5%	61	368	505.5%
深南电 A	404	153	(62.1%)	(15)	(34)	---	(11)	(28)	---
穗恒运 A	686	627	(8.6%)	10	80	662.9%	8	79	933.2%
粤电力 A	5,813	5,590	(3.8%)	64	193	201.5%	6	110	1806.0%
皖能电力	3,010	4,109	36.5%	104	222	112.7%	86	147	71.8%
建投能源	3,905	4,070	4.2%	262	393	49.9%	200	313	56.1%
宝新能源	914	875	(4.3%)	64	239	272.4%	64	239	272.5%
*ST 新能	416	1,306	214.1%	588	375	(36.3%)	581	374	(35.5%)
漳泽电力	2,700	2,972	10.1%	(422)	8	---	(343)	10	---
赣能股份	562	652	15.9%	23	85	275.4%	23	85	275.4%
东方能源	878	930	6.0%	96	134	39.8%	96	100	4.0%
长源电力	1,662	2,050	23.3%	59	233	296.4%	52	222	322.8%
豫能控股	2,185	1,896	(13.3%)	(279)	31	---	(201)	45	---
江苏国信	5,315	4,586	(13.7%)	566	1,391	145.7%	445	1,105	148.3%
华能国际	43,256	45,652	5.5%	1,728	3,574	106.8%	1,219	2,656	117.9%
上海电力	5,662	5,828	2.9%	244	487	99.9%	87	270	209.8%

浙能电力	12,913	13,191	2.2%	637	1,178	84.8%	573	1,067	86.2%
华电国际	22,472	23,380	4.0%	795	1,102	38.5%	687	774	12.6%
广州发展	6,064	6,366	5.0%	117	150	28.2%	106	147	38.7%
金山股份	1,951	2,013	3.2%	(3)	71	---	13	88	574.1%
天富能源	1,219	1,347	10.6%	75	50	(32.9%)	74	54	(27.1%)
京能电力	2,855	3,738	30.9%	87	492	468.6%	148	436	193.5%
中能股份	9,851	11,801	19.8%	460	674	46.4%	337	551	63.6%
华电能源	3,135	2,959	(5.6%)	206	172	(16.6%)	181	145	(20.1%)
华银电力	2,464	2,100	(14.8%)	30	25	(18.1%)	31	25	(19.0%)
通宝能源	1,480	1,705	15.2%	81	91	11.8%	82	92	11.7%
国电电力	15,953	28,587	79.2%	1,619	2,554	57.8%	1,203	1,418	17.8%
内蒙华电	2,766	3,143	13.6%	32	228	611.6%	5	177	3586.1%
大唐发电	17,345	22,666	30.7%	824	773	(6.2%)	541	430	(20.6%)
合计	181,480	208,255	14.8%	8,111	15,374	89.5%	6,354	11,496	80.9%

来源: wind、中泰证券研究所

投资策略: 标杆电价无忧&用煤成本下降, 业绩改善驱动估值修复

- 煤价判断, 动力煤现货价格在年初矿难事件的影响下出现了一波反弹, 从 580 元/吨提升到 640 元/吨, 但从国家对煤炭供给端的诉求来看, 仍是尽可能加大国内的供给从而减少对进口煤的依赖, 所以加大煤炭供给端的产量释放仍是主要方向; 从下游库存来看, 长江口和六大电厂的库存绝对量仍处于较高水平, 未来有可能成为常态, 这种库存变化是从 2018 年 6 月份发生的明显变化, 这将有效抑制煤价的大幅上涨; 对煤炭价格的同比判断, 我们认为今年的现货均价维持在 600~620 元之间, 相较于去年的 646 元/吨大概有 5% 的降幅。
- 电力方面, 根据 2019 年政府工作报告的要求, 一般工商业企业降电价再降 10%。“两会”之后, 相应的政策相继出来, 包括各省级电网企业开始落实含税输配电价水平降低的空间全部用于降低一般工商业电价, 将国家重大水利工程建设基金降低一半, 最近 5 月中旬国家出台第二批降价措施, 涉及降低电价附加收费、受增值税率下降传导腾出的跨省跨区专项工程输电价格、水电核电非市场化电量的降价空间, 我们预计再叠加市场化交易电价的让渡空间, 火电发电端的燃煤标杆电价下调概率较小。
- 投资策略: 短期来看, 降低一般工商业企业电价基本对火电燃煤标杆电价无忧, 风险解除, 此外煤价同比去年回落将继续改善火电的盈利水平。从长逻辑来看, 我们仍认为煤炭和火电板块有望实现利润的合理分配, 在煤价波动不大情况下, 利润将会稳定并持续, 并有较好的现金流及高股息率, 估值有望重构并有较大提升空间 (PB-ROE 体系)。重点推荐火电龙头【华电国际】、【华能国际】, 区域供需结构较好的【内蒙华电】、【皖能电力】, 受益于蒙华铁路【长源电力】、【湖北能源】, 以及滞涨的【赣能股份】、【天富能源】、【浙江电力】、【京能电力】。

图表 24: 重点公司盈利预测与估值

公司名称	股价 5月20日	EPS				PE				PB
		18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	
皖能电力	4.55	0.31	0.45	0.59	0.63	15	10	8	7	0.76
建投能源	6.59	0.24	0.50	0.69	0.83	27	13	10	8	1.05
吉电股份	3.08	0.05	0.12	0.16	0.19	62	26	19	16	0.88
黔源电力	13.43	1.20	1.24	1.30	1.36	11	11	10	10	1.55
陕天然气	7.83	0.36	0.39	0.46	0.52	22	20	17	15	1.46
红相股份	15.59	0.65	0.79	0.97	1.20	24	20	16	13	2.75
华能国际	6.17	0.07	0.34	0.48	0.58	88	18	13	11	1.27
湖北能源	3.91	0.28	0.34	0.43	0.55	14	11	9	7	0.95
长源电力	4.81	0.19	0.44	0.66	0.78	26	11	7	6	1.42
上海电力	8.21	1.12	0.54	0.62	0.65	7	15	13	13	1.33
浙能电力	4.58	0.30	0.41	0.48	0.55	15	11	10	8	0.98
华电国际	3.72	0.16	0.32	0.32	0.43	24	12	12	9	0.84
三峡水利	8.10	0.22	0.26	0.30	0.32	37	31	27	25	2.79
联美控股	12.22	0.75	0.90	1.06	1.22	16	14	12	10	3.14
桂冠电力	5.64	0.39	0.43	0.45	0.46	14	13	13	12	2.33
福能股份	8.09	0.68	0.89	1.08	1.25	12	9	7	6	1.10
京能电力	3.18	0.13	0.23	0.27	0.30	24	14	12	11	0.92
申能股份	5.79	0.40	0.50	0.60	0.65	14	11	10	9	0.98
川投能源	8.54	0.81	0.75	0.76	0.80	11	11	11	11	1.47
百川能源	7.68	0.98	0.88	1.02	1.14	8	9	8	7	2.96
国电电力	2.49	0.06	0.19	0.23	0.26	41	13	11	10	0.95
内蒙华电	2.85	0.13	0.22	0.26	0.28	22	13	11	10	1.45
国投电力	7.26	0.63	0.68	0.72	0.78	12	11	10	9	1.41
长江电力	16.51	1.03	1.04	1.06	1.08	16	16	16	15	2.50
深圳燃气	5.47	0.36	0.40	0.46	0.51	15	14	12	11	1.68
中国核电	5.53	0.30	0.39	0.44	0.49	18	14	13	11	1.80
大唐发电	3.14	0.07	0.18	0.22	0.26	44	17	14	12	1.28
新天然气	35.86	2.09	2.90	3.70	4.59	17	12	10	8	2.46

来源: wind、中泰证券研究所

风险提示

- (1) 煤炭价格下降不及预期风险。国内产能释放收到环保、进口煤管控等限制，国内外经济走势超预期，煤炭需求大幅增长。
- (2) 燃煤标杆电价大幅下调风险。国内经济大幅回落，政策推动工商业企业降成本，燃煤标杆电价大幅下调。
- (3) 煤电供给侧改革不及预期风险。煤电产能淘汰不及预期，停缓建项目开始快速推进或投产。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

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; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 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)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。