

火电估值回落至历史底部，盈利改善或推动估值修复

电力

谨慎推荐 维持评级

——11月行业洞察报告

核心观点

● 最新观点

1) 需求端，2019年1-10月，全社会用电量累计59232亿千瓦时，同比增长4.4%。其中，2019年10月，全社会用电量5790亿千瓦时，同比增长5.0%，增速持续回升。

2) 发电端，2019年10月，规模以上电厂发电量5714亿千瓦时，同比增长4.0%，增速比上月放缓0.7个百分点。其中，火电生产增速略有放缓，水电降幅扩大，核电、太阳能发电回落，风电由负转正。

3) 成本端，电厂高库存叠加供需边际宽松继续压制煤价，短期煤价或将震荡下行。中长期随着安全检查完成新增优质产能稳步释放，煤炭供给有望向宽平衡转变。

4) 在“降电价”的悲观预期影响下，火电板块的估值被不断压制，截至2019年11月22日，SW火电板块的PB已经回落至0.99倍，处于近10年的历史新低。另一方面，动力煤供需结构逐渐宽松，价格中枢持续下移，截至2019年11月22日，秦皇岛港动力末煤(Q5500)平仓价下跌至544元/吨，同比下降83元/吨。在煤价下降的推动下，火电企业的盈利能力显著改善，2019Q3的板块ROE(整体法)已经回升至5.15%，超过2018年全年。而对于“基准价+上下浮动”的市场化改革，我们认为短期影响可控，中长期并不具有单边下降的基础。

● 投资建议

我们认为，电厂高库存叠加供需边际宽松继续压制煤价，煤价下降对火电的盈利改善明显。“基准价+上下浮动”的市场化改革对火电企业的盈利能力影响总体可控，不宜过度悲观，行业估值已经处于底部阶段，相对配置价值可观。建议关注全国性火电龙头华能国际(600011.SH)、华电国际(600027.SH)；区域性火电优质标的长源电力(000966.SZ)、皖能电力(000543.SZ)等。持续推荐长江电力(600900.SH)。

● 核心组合

截至2019年11月22日，银河公用事业股票池累计收益率达到28.34%，跑赢电力行业指数18.10pct。

证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率PE(TTM)	市值(亿元)
000966.SZ	长源电力	-1.46%	9.84	52.53
600900.SH	长江电力	0.22%	17.49	3938.00

● 风险提示

燃料价格大幅上涨的风险；电力需求大幅下滑的风险；上网电价下调的风险。

分析师

周然

☎: (8610) 6656 8494

✉: zhouran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514020001

特别鸣谢

赵腾辉

☎: (010) 8635 9174

✉: zhaotenghui_yj@chinastock.com.cn

行业数据

2019.11.22



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2019.11.22



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河公用周然团队】行业动态报告_电力行业_“基准价+上下浮动”机制将至，火电增速由负转正_191031

目 录

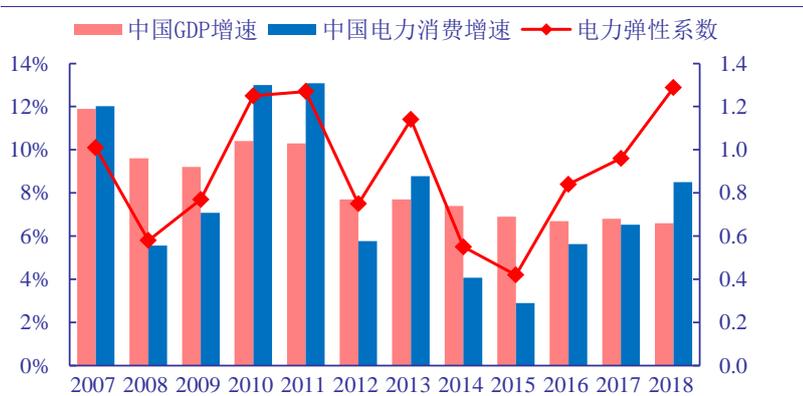
一、电力行业正处市场化改革的进程中.....	2
(一) 电力是国民经济的重要基础工业.....	2
(二) 全社会用电量增速持续回升，水电挤出效应继续下降，火电增速环比略有放缓.....	3
(三) 短期煤价处于平稳，趋势下行仍是大概率事件.....	4
(四) 火电估值回落至历史底部，盈利改善趋势明显.....	5
(五) 煤炭价格下行或将成为 2019 年 ROE 提升的重要因素.....	7
二、电力行业处于成熟期，新能源发电成为主要趋势.....	8
(一) 电力投资由中低速增长变为负增速.....	8
(二) 与全球发达国家相比，我国清洁能源占比有待提高.....	9
(三) 对传统装机替代将成行业主要发展机会.....	10
(四) 电力行业高度集中于“五大”发电集团.....	11
三、行业面临的问题和建议.....	11
(一) 现存问题.....	11
1. 火电产能过剩问题仍较为严重.....	11
2. 新能源项目的“非技术成本”影响平价上网.....	12
3. 部分区域内能源消纳仍面临一定挑战.....	12
4. 新能源补贴具有较大压力.....	12
(二) 建议及对策.....	13
1. 严格环保标准与市场化改革并行，加速落后产能淘汰.....	13
2. 推动竞价上网，减少企业其他成本.....	13
3. 加速特高压建设确保消纳.....	13
4. “绿证+消纳保障机制”加速落地.....	14
四、电力行业在资本市场中的发展情况.....	14
(一) 上市公司资产超电力行业整体的 1/5.....	14
(二) 年初至今板块弱于沪深 300，估值处历史较低水平.....	15
(三) 还原公用事业属性，美股电力行业估值略低于 A 股.....	15
五、投资建议及股票池.....	16
六、风险提示.....	17
七、附录.....	18

一、电力行业正处市场化改革的进程中

(一) 电力是国民经济的重要基础工业

电力是国民经济的重要基础工业,是国家经济发展战略中的重点和先行产业。由于电能的生产与消费的同时性特点,要求电能的生产与消费之间保持平衡,因此电力发展往往适度超前于经济发展。以2018年为例,各季度GDP同比分别增长6.8%、6.7%、6.5%、6.4%,相对应各季度用电量同比分别增长9.8%、9.0%、8.0%、7.3%,与用电量趋势一致。

图 1: 2007-2018 年电力消费弹性系数变化



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

短期的电力弹性系数波动较大,但中长期数据反映阶段性特征。从各时期电力生产与经济增长的比较来看,电力消费的增速与GDP增速的比率在0.4-1.3大区间范围内波动。从中长期的增速看,在以农业和轻工业为主的阶段电力弹性系数较小,进入重工业化阶段电力弹性系数大于1,经济进入新常态后电力系数明显下降,特别是2014-2018年电力系数下降到0.8。我们认为在经济周期内,电力弹性系数可以反映经济发展周期的阶段性特征。

表 1: 中国分阶段电力弹性系数

时期	年均用电增速/%	年均经济增速/%	电力弹性系数
1981-1990	7.60	9.30	0.82
1991-1999	7.80	10.6	0.74
2000-2009	11.70	10.3	1.13
2010-2018	6.80	7.00	0.96
2010-2013	8.01	7.15	1.12
2014-2018	5.51	6.88	0.80

资料来源: 发改委, 中国银河证券研究院

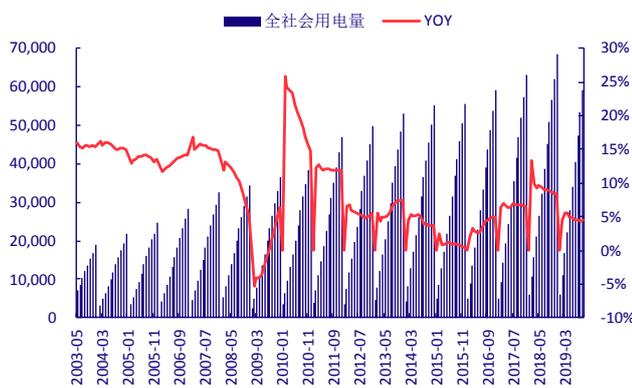
电力是可再生能源利用的主要体现形式,能源结构升级是绿色发展的基础。电力推动能源消费结构升级,提升环境质量。一方面,电能的使用提高了常规化石能源的利用效率,另一方面,使核能、水能和其他可再生能源得以有效地利用,有效为社会经济不断发展提供所需能源,同时缓解了环境治理面临的压力。随着电力能源结构的不断优化,电力与我国经

济发展实现良性互动。

(二) 全社会用电量增速持续回升，水电挤出效应继续下降，火电增速环比略有放缓

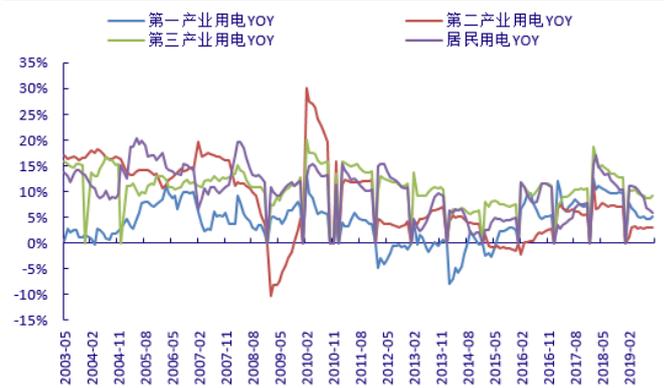
全社会用电量增速持续回升。从用电看，2019年1-10月，全社会用电量累计59232亿千瓦时，同比增长4.4%。分产业看，第一产业用电量647亿千瓦时，同比增长5.2%；第二产业用电量39867亿千瓦时，同比增长3.0%；第三产业用电量9941亿千瓦时，同比增长9.3%；城乡居民生活用电量8777亿千瓦时，同比增长5.9%。2019年10月，全社会用电量5790亿千瓦时，同比增长5.0%。分产业看，第一产业用电量66亿千瓦时，同比增长9.1%；第二产业用电量4008亿千瓦时，同比增长3.4%；第三产业用电量947亿千瓦时，同比增长14.5%；城乡居民生活用电量769亿千瓦时，同比增长2.7%。

图2：全社会累计用电量同比变化



资料来源：中电联，中国银河证券研究院

图3：分产业累计用电量同比变化

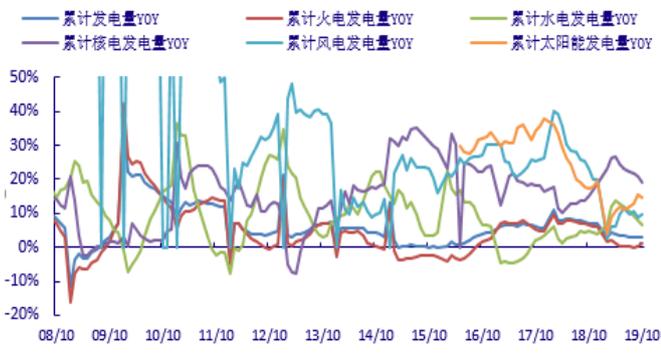


资料来源：中电联，中国银河证券研究院

2019年全国用电量增速或将放缓。当前经济稳中有变，国内方面，地产投资放缓或将影响钢铁、建材等行业开工率；国际方面，虽然中美摩擦有所缓解，但外部环境仍较为复杂严峻，经济面临继续下行压力，用电量增长不确定性增大。综合考虑国际国内形势、产业运行以及2018年高基数影响，预计2019年全社会用电量增速将平稳回落。

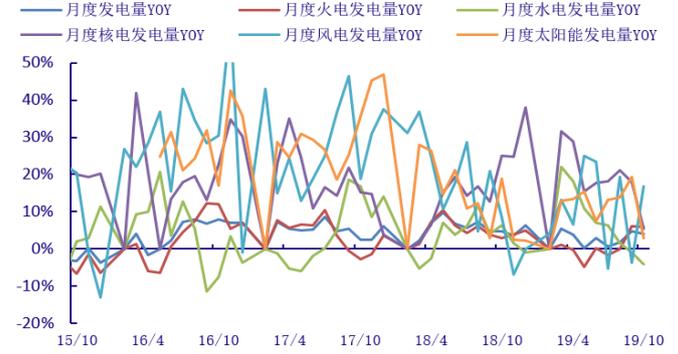
10月水电挤出效应继续下降，火电增速环比略有放缓。从发电看，2019年1-10月，规模以上电厂发电量5.9万亿千瓦时，同比增长3.1%。2019年10月，规模以上电厂发电量5714亿千瓦时，同比增长4.0%，增速比上月放缓0.7个百分点；日均发电184.3亿千瓦时，环比减少12.6亿千瓦。分品种看，2019年10月，火电生产增速略有放缓，水电降幅扩大，核电、太阳能发电回落，风电由负转正。其中，火电同比增长5.9%，增速比上月放缓0.1个百分点；水电下降4.1%，降幅扩大3.0个百分点；核电、太阳能发电分别增长5.4%和3.0%，分别回落12.5和16.4个百分点；风电增长10.0%，上月下降7.9%。

图 4: 累计发电量及增速



资料来源: 中电联, 中国银河证券研究院

图 5: 月度发电量及增速



资料来源: 中电联, 中国银河证券研究院

(三) 短期煤价处于平稳, 趋势下行仍是大概率事件

煤炭优质产能稳步释放, 市场逐步向宽平衡转变。2018 年全国煤炭产量 36.8 亿吨, 同比增长 4.5%。2019 年预计煤炭去产能 1 亿吨, 新增产能 1.5 亿吨, 优质产能将继续释放, 产量稳步增长; 另一方面, 国内运输能力进一步提高, 全年铁路煤炭发运量预计增运约 2 亿吨, 综合因素影响下, 带动下游供需格局向宽平衡转变, 煤炭价格中枢有望下行。

动力煤价格较为平稳。2019 年 11 月 25 日, 秦皇岛山西优混 (5500 大卡) 平仓价 544 元/吨, 周环比、月环比、年同比分别为 0%、-3.7%、-13.8%。煤炭安全检查对煤价略有支撑, 但电厂库存较去年同期仍有优势, 短期煤价有望继续平稳。未来随着检查的完成以及新增优质产能投产, 将保证煤炭需求端充裕。

图 6: 秦皇岛动力煤价格变动情况



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究院

电煤价格指数小幅下降, 各省份呈不同趋势变动。2019 年 10 月, 中国电煤价格指数 492 元/吨, 月环比上涨 0.43%、年同比下降 6.01%。分省份看, 环比上涨的省份有 12 个, 其中涨幅较大的地区为: 重庆 (7.8%)、青海 (3.9%)、海南 (2.6%)、蒙西 (2.0%); 降幅较大的为云南 (-8.1%)、蒙东 (-4.8%)、新疆 (-3.7%)、上海 (-2.5%)。

图 7：中国电煤价格指数



资料来源：内蒙古煤炭交易中心，中国银河证券研究院

国际煤价呈逐渐下滑趋势。澳大利亚纽卡斯尔港动力煤 2019 年 11 月 22 日报价 69 美元/吨，同比下降 30.2%，月环比下降 0.9%，周环比上涨 2.5%。受中国动力煤进口需求放缓的影响，彭博预计 2019 年全球动力煤需求量增长率由 2018 年的 6.4% 下降至 1.4%；而印尼、俄罗斯、美国等供应国的扩产将继续驱动供应量增长，供需偏松的背景下，预计 2019 年全球动力煤价格或将会面临下降。

图 8：国际动力煤价格变动情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院

(四) 火电估值回落至历史底部，盈利改善趋势明显

受“降电价”的悲观预期影响下，火电估值回落至历史底部。2019 年 6 月，《关于全面放开经营性电力用户发用电计划的通知》发布，要求全面放开经营性电力用户发用电计划。2019 年 10 月，国家发改委发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》，自 2020 年 1 月 1 日起正式实施，要求将现行燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制，基准价按当地现行燃煤发电标杆上网电价确定，浮动幅度范围为上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%。对电力交易中心依照电力体制改革方案开展的现货交易，可不受此限制。在“降电价”的悲观预期影响下，火电板块的估值被不断压制，截至 2019 年 11 月 22 日，SW 火电板块的 PB 已经回落至 0.99 倍，处于近 10 年的历史新低。

图 9: SW 火电板块 PB (整体法)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

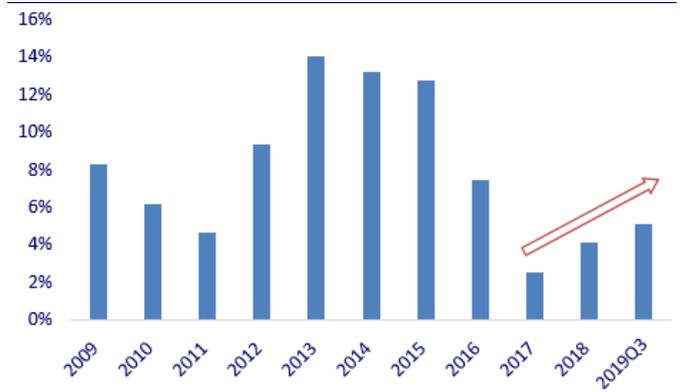
煤价回落推动板块盈利能力持续回升。我们认为,我国“十三五”煤炭行业去产能的主要目标任务已经基本完成,未来随着煤炭优质产能的逐渐释放,煤价中枢有望继续下移。截至 2019 年 11 月 22 日,秦皇岛港动力末煤(Q5500)平仓价下跌至 544 元/吨,同比下降 83 元/吨(13%)。在煤价下降的推动下,火电企业盈利能力显著改善,2019Q3 的板块 ROE (整体法)已经回升至 5.15%,超过 2018 年全年。

图 10: 秦皇岛港动力末煤(Q5500)平仓价



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 11: SW 火电板块 ROE (整体法)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

对“电价”不必过分悲观,短期影响可控,区域供需结构至关重要。短期看,目前燃煤发电市场化交易电量已占约 50%,加上有关居民、农业等民生范畴不在市场化的范围,实际上可以继续扩大的市场化比例比较有限。同时,火电行业整体经营状况处于历史底部,2018 年全国火电企业亏损面逾 50%,2018-2019 年国务院连续提出“一般工商业平均电价降低 10%”,从发电侧的角度来看,电厂主动降价的意愿很低,短期不容易出现市场化竞争加剧下的大幅降价。另外,电力逐渐回归商品属性,区域供需结构的影响将会至关重要。中长期来看,与全球主要国家相比,我国的工业电价处于中下水平(10.20 美分/千瓦时),而居民电价(8.40 美分/千瓦时)处于很低的水平,上网电价整体处于中低水平。从资源的结构来看,我国的油气资源比较稀缺,水电资源继续开发的空間已经不大,资源的结构对电价的长期趋势有托底作用,长期不具有单边下降的基础。

“估值低+ROE 改善”助力火电板块估值修复。未来随着电力市场化交易的比例提升,

电价机制的市场化改革推进，电力行业或回归公用事业属性。同时，随着煤价中枢持续向下，火电板块的 ROE 有望回归至 8%-10% 的水平。目前火电板块的估值处在近些年的新低 (PB < 1)，ROE 处在快速改善的阶段，对电价的改革不必过分悲观，火电板块估值或逐步修复。

(五) 煤炭价格下行成为 ROE 提升的重要因素

电力行业净资产收益率下行。从 2013 年至 2017 年，电力行业净资产收益率逐渐降低 (12.9%→6.1%)，尽管于 2018 年出现企稳回升 (7.1%)，但仍处于历史较低水平。权益乘数整体保持稳定，资产负债率较高导致权益乘数较大；净利率先升高后下降，在 2015 年达到最优 (12.4%)；总资产周转率稳中有升，2018 年达到 0.29。

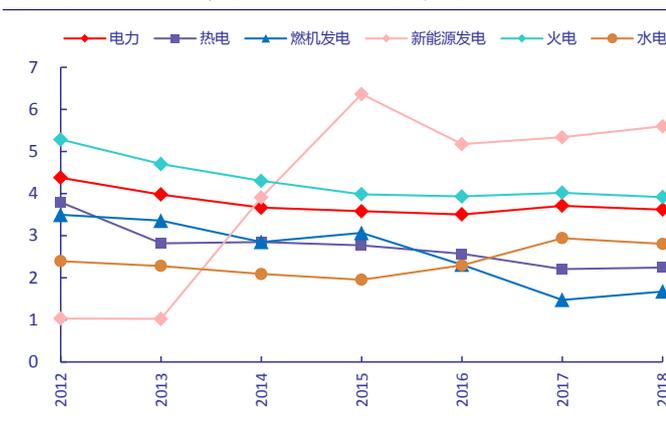
表 2: 电力板块杜邦分析

时间	ROE	总资产周转率	权益乘数	净利率
2012	9.9%	0.34	4.38	6.6%
2013	12.9%	0.35	3.97	9.3%
2014	12.7%	0.32	3.66	10.8%
2015	12.1%	0.27	3.58	12.4%
2016	9.3%	0.25	3.50	10.8%
2017	6.1%	0.26	3.71	6.4%
2018	7.1%	0.29	3.60	6.89%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

电力行业上市公司负债水平较高，“去杠杆”背景下权益乘数趋于稳定。电力行业属于重资产行业，资产负债率处于较高水平，五大发电集团中有四家公司资产负债率在 75% 以上，在“去杠杆”的国家战略背景下，企业提高资产负债率可能性微弱，权益乘数提升概率较小。

图 12: 2012-2018 年电力及子行业权益乘数变化



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 13: 2012-2018 年电力及子行业净利率变化



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

经济下行叠加电价下调政策导致行业营收增幅空间有限，资产周转率预计保持稳定。虽然 2018 年我国电力消费增长 8.5%，但是从长期来看，经济下行压力加大，未来电力消费增长空间有限。从历史趋势来看，电力行业回归公共事业属性，标杆上网电价逐步下调，

发电企业总营收上升空间趋窄。考虑到电力行业整体资产规模已基本形成，预计未来发电公司总资产周转率趋于平稳。

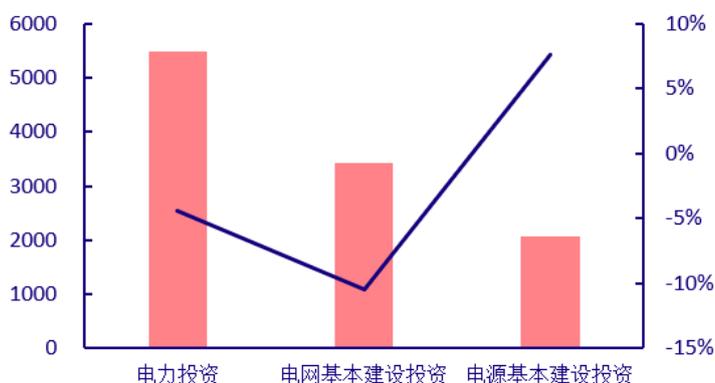
煤炭供需格局有望改善，火电企业或将直接受益。尽管经济下行影响发电量增速放缓，但整体仍预计保持正增长。而煤炭价格受产能释放与经济周期的双重影响，大概率面临中枢下移。火电企业的盈利能力受利用小时数、燃料成本、上网电价三个主要因素影响，且敏感度为电价>燃料成本>利用率，因此在发电端上网电价保持平稳的假设下，我们预计火电企业的盈利能力或将稳步上移，行业逆周期属性将得到体现。由于火电仍在电力行业处于主导地位，将同步带动电力行业整体 ROE 回升。

二、电力行业处于成熟期，新能源发电成为主要趋势

（一）电力投资由中低速增长变为负增速

行业进入成熟期，电力投资大幅减少。随着我国电力基础设施建设完善以及基数扩大，“十三五”期间电力投资从高速增长换挡过渡至中低增速。截至 2019 年 10 月，全国电力投资 5480 亿元，同比下降 4.4%。其中，电网累计投资 3415 亿元，同比下降 10.5%；电源累计投资额 2065 亿元，同比上升 7.6%。

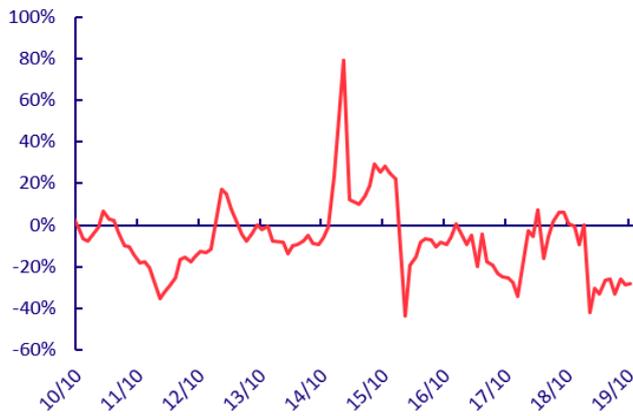
图 14：2019 年 9 月电力投资累计完成额



资料来源：中电联，中国银河证券研究院

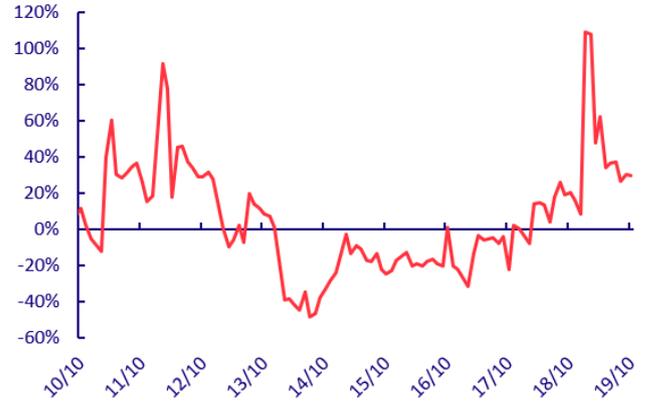
传统装机的投资仍占半壁江山。2019 年 1-10 月，火电完成投资额 415 亿元，占电源总投资的 20.1%，水电投资额 611 亿元，占比 29.6%，合计约占电源总投资的一半。

图 15: 火电累计投资额增速



资料来源: 中电联, 中国银河证券研究院

图 16: 水电累计投资额增速

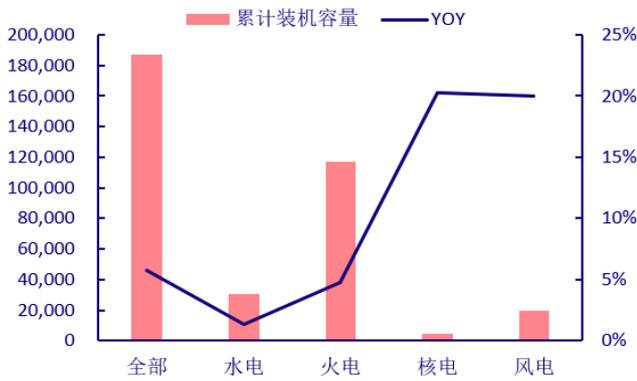


资料来源: 中电联, 中国银河证券研究院

(二) 与全球发达国家相比, 我国清洁能源占比有待提高

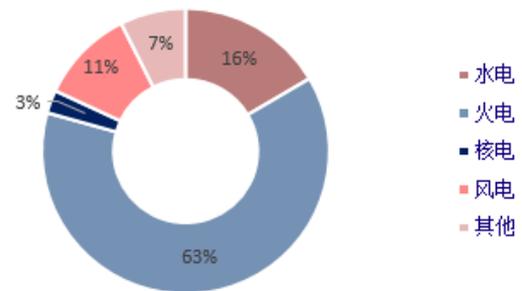
传统装机仍占主导地位, 新能源实现较快增长。截至 2019 年 10 月, 全国发电装机容量达 18.69 亿千瓦, 同比增长 5.8%。其中, 火电装机 11.74 亿千瓦, 增长 4.8%, 占发电装机容量的 62.8%; 水电 3.09 亿千瓦, 增长 1.3%; 其他新能源总计 3.86 亿千瓦, 同比增长 13.3%。

图 17: 分类型累计装机容量及同比变化 (2019 年 10 月)



资料来源: 中电联, 中国银河证券研究院

图 18: 分类型累计装机容量占比 (2019 年 10 月)

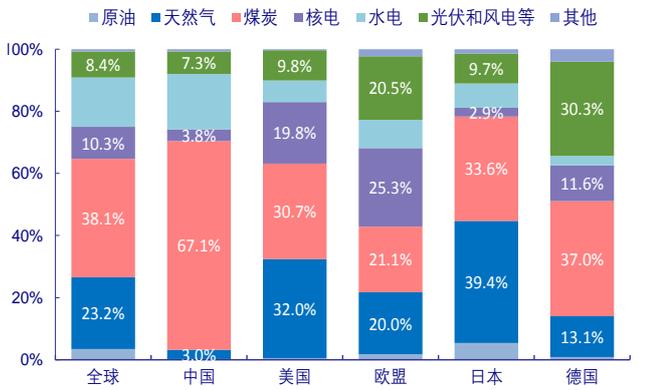


资料来源: 中电联, 中国银河证券研究院

全球经济体发电结构差异较大, 我国在核电、燃气发电及“风光”等清洁能源发电方面仍有增长空间。2018 年, 我国核电发电量占比 4.2%左右 (2017 年 3.8%)。相比较, 世界核电发电量占比均值为 10%左右, 美国核电发电占比高达 19.8%。此外, 中国天然气发电与核电类似, 远低于全球平均 (23.2%) 以及发达经济体 (美国 32%, 日本 39.4%)。

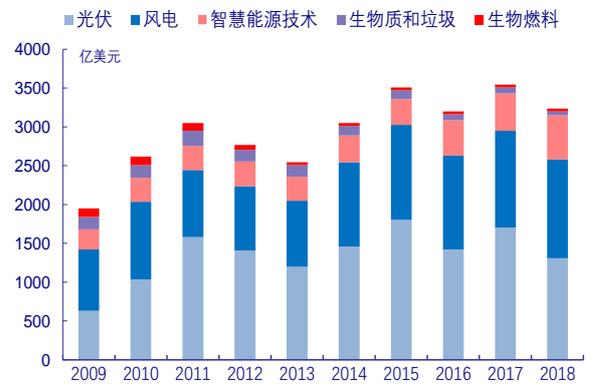
欧盟的新能源发电遥遥领先, 我国仍有较大发展空间。虽然中国拥有全球最大的光伏和风电装机, 但光伏和风电等可再生能源发电占比仍低于全球平均水平。欧盟的光伏和风电占超过 20%, 其中德国等领先国家更是超过 30%, 中国风电和光伏发电未来仍有较大发展空间。

图 18: 全球主要经济体发电结构对比 (2017)



资料来源: BP, 中国银河证券研究院

图 19: 全球主清洁能源投资趋势

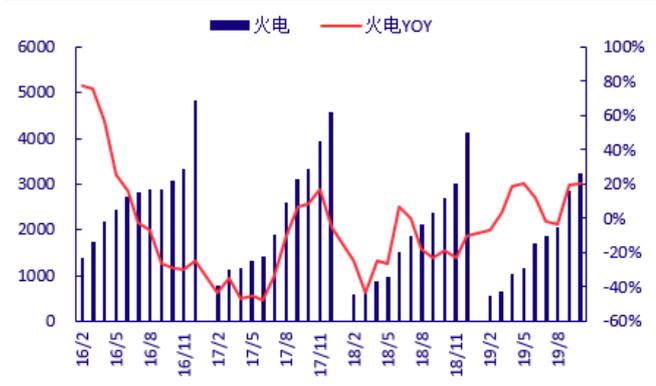


资料来源: BENF, 中国银河证券研究院

(三) 对传统装机替代将成行业主要发展机会

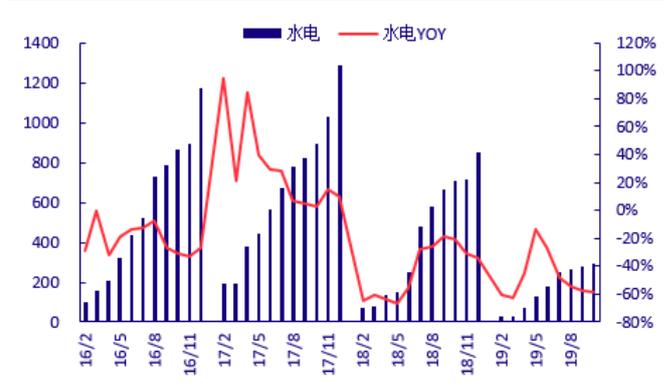
新增装机增速继续保持负增长, 传统装机分化。截至 2019 年 10 月, 新增装机 7117 万千瓦, 同比下降 20.8%。其中, 火电装机 3237 万千瓦, 同比增长 20%; 水电 292 万千瓦, 同比降低 58.8%。长期来看, 传统装机下滑的趋势仍然明显。受环保和淘汰落后产能等因素影响, 新增火电产能规模受到严控; 根据全国水力资源复查成果, 我国水电经济可装机容量 4.02 亿千瓦, 截止 2018 年底累积装机容量达到 2.9 亿千瓦。受水电开发资源有限、生态环保等原因限制, 水电装机增量显著回落。

图 19: 新增火电装机容量及同比变化



资料来源: 中电联, 中国银河证券研究院

图 20: 新增水电装机容量及同比变化



资料来源: 中电联, 中国银河证券研究院

从长期来看, 在产能过剩、增速放缓的电力行业, **清洁能源对传统装机替代将成为行业主要发展机会。**而随着技术革新驱动风光成本下降, 平价上网时代逐步到来, 特高压建设确保发电消纳, 新能源开发利用将持续扩大。

根据《可再生能源发展“十三五”规划》, 到 2020 年和 2030 年非化石能源分别占一次能源消费比重 15%和 20%, 而 2018 年占比已达到 14.3%左右, 大概率超过既定目标。根据 BP 相关预测, 到 2040 年中国可再生能源占比 26.2%, 年复合增长率达 8.5%。因此, 无论是从能源绿色发展的战略规划, 还是市场投资的主要方向看, **新能源将是行业未来的主要趋势。**

（四）电力行业高度集中于“五大”发电集团

五大发电公司盈利增长，营收总额超过全国电力、热力生产和供应业的 20%。2018 年，全国用电增速回升、电力利用小时数增加、“弃风弃光弃水”问题得到缓解。受益于此，五大发电公司营业利润实现增长。华能集团、大唐集团、华电集团、国家电投集团和国家能源集团总营收同比分别增长 6.4%、5.6%、12.81%、8.5%和 11.07%。五大发电公司实现营收总额 1.45 万亿元，占全国电力、热力生产和供应业的 23.6%。

新增装机容量高度集中于新五大发电公司。受益于全社会用电量较快增长、清洁能源消纳改善等有利形势，新五大发电公司新增发电装机 9084 万千瓦，占全国新增发电装机的 73%。其中，国家能源集团新增新能源装机 5387，占全国新增新能源装机的 43.3%。新五大发电公司现有装机容量 84240 万千瓦，年发电量 32639 亿千瓦时，分别占全国发电装机和发电量的 44.3%和 48.1%。

表 3：2018 年电力行业产业集中度分析

国内五大发电公司	发电量（亿千瓦时）	装机容量（万千瓦）	新增发电装机（万千瓦）	资产负债率
国家能源集团	9533	23887	5387	60.09%
华能集团	7026	17657	527	76.74%
华电集团	5559	14779	1452	77.83%
大唐集团	5541	13892	515	76.95%
国家电投集团	4980	14025	1203	78.61%
合计	32639	84240	9084	-
全国电力行业企业	67914	189967	12439	-
产业集中度（占比）	48.1%	44.3%	73.0%	-

资料来源：Wind，中国电力报，中国银河证券研究院

三、行业面临的问题和建议

（一）现存问题

1. 火电产能过剩问题仍较为严重

火力发电设备平均利用小时处于低位，火电设备产能过剩成为常态。自 2015 年以来，我国经济发展进入新常态，用电量增速放缓，火电装机增速不降反升，火电利用小时数处于较低水平。截止 2018 年底，火电装机达到 11.4 亿千瓦，火电平均利用小时数 4361 小时。若按火电较合理的利用小时数 5000-5500 小时测算，火电存在 1.4 -2.3 亿千瓦的装机闲置。按照 3800 元/千瓦投资造价计算，形成了 5500-9000 亿元的投资浪费。

图 21: 火电平均利用小时数



资料来源: 中电联, 中国银河证券研究院

2. 新能源项目的“非技术成本”影响平价上网

目前地方政府自主确定年度可再生能源的建设规模, 并通过行政审批确定具体建设项目, 因此存在将资源与投资相互绑定的现象, 例如以资源出让、企业援建和捐赠等名义变相向企业收费。“非技术成本”一方面增加企业经济负担, 也同时使项目开发成本“隐性”增加, 加大平价上网的难度。根据相关人士的测算, 非技术成本使新能源度电成本提高 0.05-0.1 元左右。

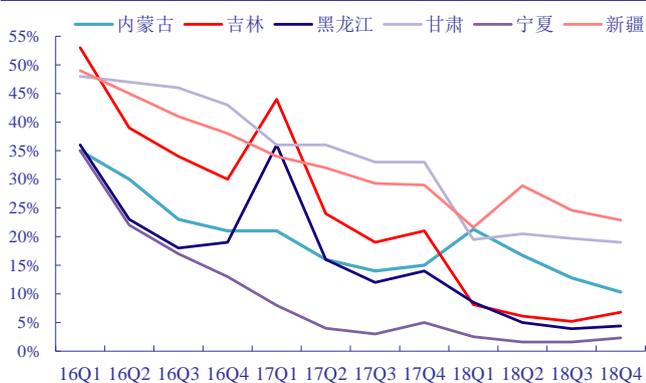
3. 部分区域内能源消纳仍面临一定挑战

(1) **资源和需求逆向分布。**风光资源大部分分布在“三北”地区, 水能资源主要集中在西南地区, 而用电负荷主要位于中东部和南方地区, 由此带来的跨省区输电压力较大。

(2) **清洁能源高速发展与近年来用电增速不匹配。**近年来风电、光伏发电的装机整体保持着较快的增长速度, 远超全社会用电量的增速, 供需不匹配问题造成了较大的消纳压力。

(3) **我国电力系统尚不完全适应如此大规模波动性新能源的接入。**风电、光伏发电存在比较大的波动性, 大规模并网后, 给电力系统的调度运行带来了较大挑战。

图 22: 6 大主要地区弃风率



资料来源: 国家能源局, 中国银河证券研究院

4. 新能源补贴具有较大压力

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

新能源补贴缺口较大，影响行业健康发展。截止 2018 年 6 月我国新能源发电补贴缺口已达到 1200 亿元。未来新能源补贴退坡，光伏和风电装机量继续提升。补贴拖欠缺口影响新能源发电企业现金流，降低新能源电站的效益，增加新能源发电成本，新能源发电企业面临资金压力。

(二) 建议及对策

1. 严格环保标准与市场化改革并行，加速落后产能淘汰

加大环保检查力度，通过严格的环保标准引导热电落后产能淘汰。能源发展“十三五”规划针对煤电提出“优化规划建设时序，加快淘汰落后产能，促进煤电清洁高效发展”的发展要求。清理火电落后产能是我国能源结构调整和低碳清洁化的长期战略，排放达标、改造升级、上网调度优先级低影响中小火电的竞争力，加速关停落后产能。进一步提高环保、能耗、安全、技术等标准，有助于加快淘汰关停不符合要求的 30 万千瓦以下煤电机组。

电改加快竞价上网，市场化推动发电端优胜劣汰。目前，电力市场供给宽松，电力市场化竞争降低发电企业利润空间。边际发电成本低的发电企业在报价上具备更多优势，更易谋取相对较多的边际收益及更多的交易电量，扩大企业整体盈利水平。大型新建煤电超净排放机组边际发电成本更具优势，市场竞价加速小型机组淘汰。对比发电边际成本，并考虑环保改造带来的发电收益，小型机组报价能力及收益能力远低于大型新建机组，市场竞价将加速小型机组的淘汰。

2. 推动竞价上网，减少企业其他成本

竞价上网推动新能源开发模式精细化。竞价上网制度是政府通过招标的方式，确定最低中标价为项目的上网电价，且该电价保持若干年不变。在竞价上网后，风资源价值优势相对降低，企业能力、设备先进性、技术方案和申报电价等成为竞争要素。电价是影响企业盈利能力的关键因素，整体的设计方案、机型先进性的目的都是实现低电价。新能源开发模式会向精细化发展，开发企业会谨慎对待项目开发各个阶段，项目决策也会更加科学、慎重。新能源市场发展适当阶段引入市场竞争机制，引导新能源企业转变粗放式装机模式，投资更加注重高品质、高效益的装机。

竞价上网倒逼上游企业加速整合。竞价模式下，新能源开发企业更加关注设备的可靠性、技术水平、全寿命周期成本，选择提供发电能力高、性价比好、创新强的电力设备企业，上游优质企业市场占有率提升。总体而言，竞价上网制度有助于提高新能源电源的发电效率，推动新能源产业发展。

3. 加速特高压建设确保消纳

特高压是解决新能源消纳的关键，促进能源互联互通。特高压直流输电具备点对点、超远距离、大容量送电能力，同时具备经济优势。在我国“风光”发电地区与电力消费增长地区不匹配的背景下，特高压的建设有利于加大我国跨地区输电能力，在强化新能源并网消纳的同时满足受端省份的用电需求。特高压建成后，我国新能源消纳问题有望进一步得到解决。

特高压建设成为“新基建”，或将获得更多融资渠道。2018 年年末的经济工作会议明

确指出：基建的重心不再是房地产，而是新型基础设施建设。2018年9月国家能源局印发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，规划12条特高压工程，加快推进9项重点输变电工程建设。向社会资本开放特高压投资，有效保证特高压建设持续性。

4. “绿证+消纳保障机制”加速落地

国际“绿证”制度效果显著，政策经验可供借鉴。绿证即绿色电力证书，是国家对发电企业每兆瓦时非水可再生能源上网电量颁发的具有唯一代码标识的电子凭证。全球20多个国家实行了绿色电力证书交易制度。推行绿色电力证书交易，通过市场化的方式，给予生产清洁能源的发电企业必要的经济补偿，是可再生能源产业实现可持续健康发展的有效措施，是一种市场化的补贴机制。

“消纳保障机制”正式落地，促进新能源发电消纳。2019年5月，国家发改委、国家能源局联合下发《关于建立健全可再生能源电力消纳保障机制的通知》，明确2020年之后，除西藏地区外，全国各省每年要按照省内可再生能源发电能力和可再生能源电力输入承接能力，承担一定比例的可再生能源消纳任务。可再生能源总量消纳（含水电）和非水电可再生能源消纳分别设置任务权重。《通知》要求各省级能源主管部门对照2018年消纳责任权重开展自我核查，2019年模拟运行并对市场主体进行试考核。自2020年1月1日起，全面进行监测评价和正式考核。

“绿证+消纳保障机制”有效改善企业现金流。在消纳保障机制强制分配制度下，义务个体必须优先完成消纳责任权重。义务个体和新能源发电企业之间进行绿证交易，可以随着电量电费结算实现资金流快速周转。目前，可再生能源企业补贴退坡和拖欠困境下，通过绿证交易，可再生能源发电企业补贴资金的快速入账，有效改善企业的现金流和经营状况。

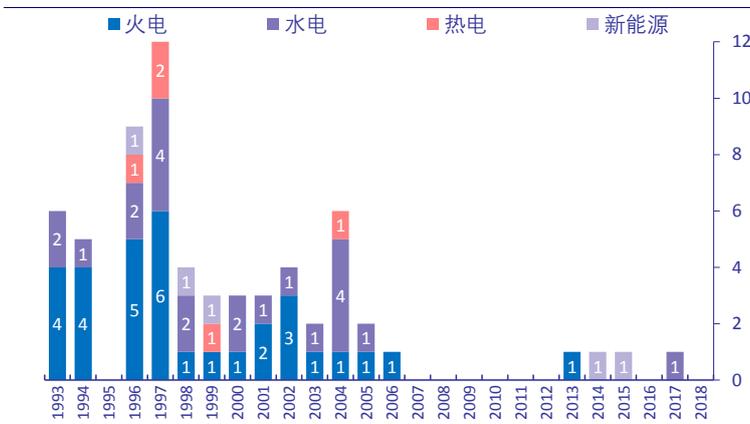
四、电力行业在资本市场中的发展情况

（一）上市公司资产超电力行业整体的1/5

截至2019年11月22日，A股（非金融）总市值43.88万亿元，其中电力上市公司总市值达到1.39万亿元，占A股（非金融）总市值的3.17%。从资产角度看，截至2018年底，全部A股（非金融）总资产60.47万亿元，电力上市公司总资产达到3.57亿元，占A股总资产的5.9%。截止2018年底，全国电力、热力生产和供应业总资产14.75万亿，其中电力上市公司总资产3.5万亿，占比达23.7%。

A股电力行业上市公司多在2006年之前上市，2013年至今仅有4家电力公司在A股上市。A股电力上市公司共有64家，其中火电、水电、热电、新能源发电分别为32家、22家、5家和5家。华能国际是A股市值最大的电力公司。

图 23: 1993-2018 年电力行业 A 股上市公司数量



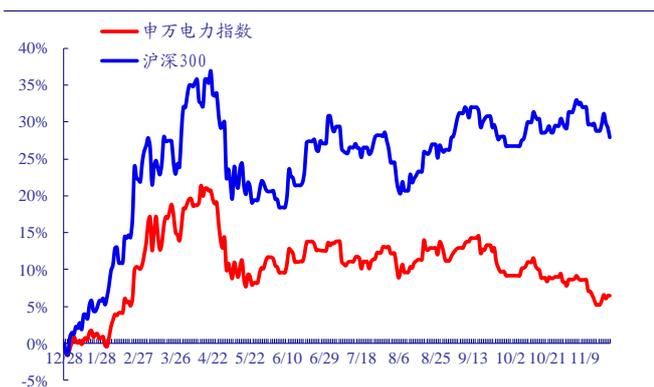
资料来源: 中电联, 中国银河证券研究院

从公司业务类型看, A 股上市的公司主要为传统电力行业, 而 A 股上市的新能源发电公司相对较少。如龙源电力(0916.HK)、华能新能源(0958.HK)、大唐新能源(1798.HK)、华电福新(0816.HK)等五大电力集团的新能源板块均在 H 股上市。

(二) 年初至今板块弱于沪深 300, 估值处历史较低水平

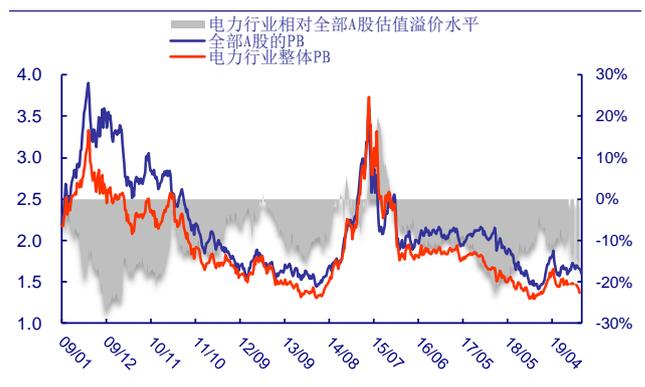
年初至今, 电力指数增长平缓, 增长 6.46%, 明显弱于同期沪深 300 指数。电力行业市净率(PB)随 A 股与估值波动基本一致, 目前电力行业估值水平也处于历史较低位置。电力行业相对 A 股估值在 2015-2016 年存在一定的溢价。2015 年以来, 由于煤炭价格走强, 电力行业企业盈利能力走低, 板块估值持续下移。近期电力板块估值修复, 电力行业与 A 股整体估值差距有所减小。

图 24: 年初至今电力指数变化



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 25: 电力行业估值



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(三) 还原公用事业属性, 美股电力行业估值略低于 A 股

我们比较了电力板块 A 股、美股、欧股 2011 年至今的历史 TTM 市盈率, 当前电力 A 股市盈率为 16.66X, 美股为 19.82X, 欧股为 16.12X。美股重点电力企业历史平均市盈率为 15.65X, 欧洲为 15.08X, 低于 A 股的 19.81X, 主要原因是中国与欧美市场的电力公司发展阶段不同, 行业公司面临的社会环境不同。美国经济约以每 2%-3% 的速度增长, 电力行业

已发展相对成熟，基本还原了公用事业属性，所以长期估值水平较为平稳。

图 26: 各国电力板块 PE 比较 (截至 2019 年 11 月 22 日)



资料来源: wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

五、投资建议及股票池

我们认为，电厂高库存叠加供需边际宽松继续压制煤价，煤价下降对火电的盈利改善明显。“基准价+上下浮动”的市场化改革对火电企业的盈利能力影响总体可控，不宜过度悲观，行业估值已经处于底部阶段，相对配置价值可观。建议关注全国性火电龙头华能国际（600011.SH）、华电国际（600027.SH）；区域性火电优质标的长源电力（000966.SZ）、皖能电力（000543.SZ）等。持续推荐长江电力（600900.SH）。

截至 2019 年 11 月 22 日，股票池累计收益率达到 28.34%，跑赢电力行业指数 18.10pct。

表 4: 核心推荐组合

投资组合	公司代码	公司名称	月涨跌幅	市盈率	市值 (亿元)
核心组合	000966	长源电力	-1.46%	9.84	52.53
	600900	长江电力	0.22%	17.49	3938.00

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 27: 年初至今股票池收益情况 (截至 2019 年 11 月 22 日)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

六、风险提示

燃料价格大幅上涨的风险; 电力需求下滑明显的风险; 上网电价下调的风险。

七、附录

表 5: A 股电力行业上市公司盈利情况对比

细分行业	代码	公司名称	收入同比增速		净利润同比增速		市盈率 TTM	当前市值
			Y18	Y17	Y18	Y17	2019/11/22	2019/11/22
	600578	京能电力	3.88%	9.96%	210.18%	-85.92%	14.35	201.05
	000600	建投能源	32.63%	12.26%	111.85%	-83.94%	13.57	83.13
	000958	东方能源	17.22%	6.02%	88.88%	-75.77%	30.37	60.29
	600780	通宝能源	18.25%	4.35%	182.99%	8.68%	12.71	37.49
	000767	漳泽电力	17.96%	15.29%	102.42%	-1580.35%	38.72	72.31
	600863	内蒙华电	16.64%	28.27%	37.18%	33.89%	11.66	146.37
	600396	金山股份	3.34%	5.17%	9.20%	-1071.04%	-7.60	26.07
	000875	吉电股份	43.09%	15.85%	185.46%	-1190.21%	16.66	68.25
	600726	华电能源	7.98%	5.20%	26.84%	-799.47%	-7.29	32.84
	600021	上海电力	19.82%	17.44%	138.80%	-13.57%	6.40	190.01
	600642	申能股份	11.78%	16.73%	8.34%	-29.77%	12.64	284.41
	600023	浙能电力	10.63%	30.67%	-8.78%	-34.08%	13.22	516.83
	000543	皖能电力	9.90%	14.80%	706.71%	-93.49%	11.09	105.18
	000899	赣能股份	20.76%	-2.31%	1045.91%	-95.65%	16.42	46.44
	600027	华电国际	11.84%	24.72%	192.79%	-83.23%	13.38	359.01
火电	000720	*ST 新能	-5.17%	10.41%	291.58%	-1036.81%	7.96	70.67
	001896	豫能控股	-7.75%	48.10%	-3434.21%	-94.60%	-24.60	37.85
	000966	长源电力	20.10%	1.61%	277.13%	-130.67%	9.84	52.53
	600483	福能股份	37.57%	6.88%	27.43%	-20.61%	11.02	142.77
	600744	华银电力	30.68%	14.57%	104.77%	-769.11%	-145.53	44.35
	000539	粤电力 A	2.87%	17.47%	-20.01%	-11.53%	24.61	215.26
	000531	穗恒运 A	5.18%	12.52%	-49.38%	-65.54%	12.51	44.39
	000027	深圳能源	19.18%	37.35%	-15.23%	-39.92%	13.13	236.28
	000690	宝新能源	52.46%	-28.96%	348.28%	-84.71%	38.08	123.37
	600098	广州发展	5.51%	12.59%	-11.20%	-11.63%	23.01	173.39
	600509	天富能源	16.94%	16.55%	-77.70%	-45.51%	-17.61	41.22
	600011	华能国际	11.41%	33.95%	12.15%	-80.10%	19.04	921.48
	600795	国电电力	9.45%	2.43%	-34.56%	-60.62%	24.06	438.20
	601991	大唐发电	44.55%	9.27%	13.91%	21.96%	47.37	447.86
	600758	红阳能源	-4.94%	7.41%	-75.81%	167.62%	47.52	56.85
	600864	哈投股份	7.73%	7.53%	-148.54%	-20.11%	19.14	132.53
	000037	深南电 A	-7.86%	29.97%	3202.46%	-99.97%	-781.18	73.42
	000993	闽东电力	-38.11%	39.66%	-1902.65%	13.97%	-33.19	31.78
水电	000601	韶能股份	-4.61%	12.36%	-30.89%	-1.02%	13.30	68.18
	600868	梅雁吉祥	-8.19%	-33.23%	-77.31%	75.39%	113.02	64.35

000883	湖北能源	6.23%	23.42%	-8.19%	5.93%	16.66	264.20	
600969	郴电国际	8.79%	4.42%	7.99%	-34.06%	38.58	23.13	
000722	湖南发展	9.09%	-13.21%	-4.91%	-42.43%	19.81	30.96	
600236	桂冠电力	8.42%	2.45%	-3.35%	-3.47%	16.07	375.99	
600310	桂东电力	16.48%	96.54%	1.27%	-57.90%	13.94	32.28	
600101	明星电力	5.73%	9.35%	-2.89%	29.94%	33.89	30.72	
600505	西昌电力	2.79%	2.11%	58.52%	-20.20%	57.78	33.10	
600644	乐山电力	5.41%	8.05%	52.70%	-75.31%	27.46	29.94	
600674	川投能源	8.00%	-20.14%	9.27%	-7.06%	12.07	413.80	
600131	岷江水电	36.47%	-27.72%	29.99%	-50.63%	81.97	92.15	
600886	国投电力	29.60%	8.11%	27.71%	-16.54%	11.21	572.06	
600979	广安爱众	5.38%	9.55%	-10.86%	22.49%	15.10	38.86	
600116	三峡水利	6.64%	-3.17%	-31.53%	34.67%	36.65	76.46	
600452	涪陵电力	18.81%	23.73%	54.01%	34.82%	13.06	59.02	
002039	黔源电力	-1.27%	26.14%	1.33%	126.78%	12.37	44.62	
600995	文山电力	-0.46%	10.80%	88.99%	-1.68%	10.18	35.60	
600025	华能水电	20.77%	11.21%	155.19%	223.58%	8.95	754.20	
000791	甘肃电投	21.16%	19.58%	101.38%	320.32%	10.00	47.99	
600900	长江电力	2.13%	2.47%	1.66%	6.38%	17.49	3938.00	
601985	中国核电	0.00%	0.00%	6.23%	-0.89%	16.17	747.14	
000862	银星能源	0.00%	0.00%	126.65%	-1186.57%	214.49	36.01	
新能源	000591	太阳能	-3.22%	20.11%	5.52%	19.45%	10.48	100.74
000939	*ST 凯迪	-55.85%	32.24%	-109.08%	-798.65%	0.00	41.26	
601016	节能风电	26.96%	28.43%	29.35%	71.37%	20.16	95.99	
600982	宁波热电	11.76%	16.24%	57.72%	14.27%	23.42	31.73	
600167	联美控股	27.80%	-3.48%	42.89%	31.89%	17.18	274.35	
热电	000692	惠天热电	8.05%	10.55%	140.81%	-192.86%	205.11	14.92
600719	大连热电	-6.55%	66.52%	-19.36%	-75.31%	130.15	17.76	
000695	滨海能源	3.95%	7.41%	171.52%	433.51%	251.99	15.75	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 6: H 股电力行业上市公司盈利情况对比

细分行业	代码	公司名称	收入同比增速		净利润同比增速		市盈率 TTM	当前市值
			18Q1-Q3	Y17	18Q1-Q3	Y17		
新能源	0295.HK	江山控股	50.47%	122.37%	-87.05%	117.58%	-24.03	11.22
	0182.HK	协合新能源	34.88%	-41.26%	151.16%	-56.31%	4.36	31.04
	0527.HK	瑞丰新能源	-8.04%	6.46%	-805.67%	81.45%	-5.18	6.12
	0611.HK	中国核能科技	14.85%	-3.82%	-21.64%	47.74%	3.17	3.26
	0686.HK	熊猫绿能	38.89%	50.54%	-394.77%	-58.31%	-11.66	34.47

	0816. HK	华电福新	9.44%	5.74%	7.15%	4.65%	4.53	122.76
	0916. HK	龙源电力	7.57%	10.32%	6.39%	7.98%	8.60	334.31
	0958. HK	华能新能源	10.71%	14.09%	2.48%	13.27%	7.23	314.88
	0987. HK	中国再生能源投资	9.05%	4.69%	3.19%	-1.26%	8.84	4.26
	1102. HK	环能国际	1521.91%	-70.44%	84.53%	-169.45%	-22.47	2.80
	1381. HK	粤丰环保	37.52%	43.65%	33.69%	41.06%	9.77	81.76
	1659. HK	海天能源	-	-26.92%	-	-35.11%	66.52	12.33
	1798. HK	大唐新能源	17.09%	22.58%	66.18%	267.15%	4.72	55.28
	8111. HK	中科光电	-	659.59%	-	94.72%	-2.27	1.16
	0579. HK	京能清洁能源	14.11%	-2.69%	12.48%	-9.26%	5.08	110.48
	0956. HK	新天绿色能源	41.69%	61.08%	35.00%	73.50%	5.15	79.88
	0735. HK	中国电力清洁能源	-0.35%	1.97%	-53.87%	-0.70%	0.00	64.32
	1250. HK	北控清洁能源	-30.46%	247.05%	-18.69%	208.92%	4.38	50.82
	0182. HK	协和新能源	34.88%	-41.26%	151.16%	-56.31%	4.36	31.04
	1811. HK	中广核新能源	24.64%	3.38%	42.57%	-22.15%	6.45	46.77
	8326. HK	同景新能源	-	8.03%	-	-19.18%	1533.75	0.49
	0902. HK	华能国际电力股份	11.04%	34.13%	-53.51%	-81.46%	14.23	598.10
	0991. HK	大唐发电	44.60%	12.77%	-27.86%	162.02%	25.85	270.20
火电	0836. HK	华润电力	4.75%	10.88%	-14.55%	-40.02%	9.52	476.71
	2688. HK	新奥能源	25.91%	41.51%	0.57%	30.26%	19.07	953.22
	0090. HK	琥珀能源	-19.25%	24.80%	33.19%	-17.94%	5.25	2.98
核电	1816. HK	中广核电力	11.54%	38.60%	-8.40%	30.37%	8.91	1009.97
热电	0882. HK	天津发展	-22.07%	14.24%	-3.46%	-5.12%	3.81	23.28
水电	2380. HK	中国电力	16.48%	4.73%	38.11%	-66.39%	9.46	157.89
—	0002. HK	中电控股	-0.70%	15.91%	-4.91%	12.10%	38.91	2026.21

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 2007-2018 年电力消费弹性系数变化	2
图 2: 全社会累计用电量同比变化	3
图 3: 分产业累计用电量同比变化	3
图 4: 累计发电量及增速	4
图 5: 月度发电量及增速	4
图 6: 秦皇岛动力煤价格变动情况	4
图 7: 中国电煤价格指数	5
图 8: 国际动力煤价格变动情况	5
图 9: SW 火电板块 PB (整体法)	6
图 10: 秦皇岛港动力末煤(Q5500)平仓价	6
图 11: SW 火电板块 ROE (整体法)	6
图 12: 2012-2018 年电力及子行业权益乘数变化	7
图 13: 2012-2018 年电力及子行业净利率变化	7
图 14: 2019 年 9 月电力投资累计完成额	8
图 15: 火电累计投资额增速	9
图 16: 水电累计投资额增速	9
图 17: 分类型累计装机容量及同比变化 (2019 年 10 月)	9
图 18: 分类型累计装机容量占比 (2019 年 10 月)	9
图 19: 新增火电装机容量及同比变化	10
图 20: 新增水电装机容量及同比变化	10
图 21: 火电平均利用小时数	12
图 22: 6 大主要地区弃风率	12
图 23: 1993-2018 年电力行业 A 股上市公司数量	15
图 24: 年初至今电力指数变化	15
图 25: 电力行业估值	15
图 26: 各国电力板块 PE 比较 (截至 2019 年 11 月 22 日)	16
图 27: 年初至今股票池收益情况 (截至 2019 年 11 月 22 日)	17

表格目录

表 1: 中国分阶段电力弹性系数	2
表 2: 电力板块杜邦分析	7
表 3: 2018 年电力行业产业集中度分析	11
表 4: 核心推荐组合	16
表 5: A 股电力行业上市公司盈利情况对比	18
表 6: H 股电力行业上市公司盈利情况对比	19

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。

周然，电力设备新能源及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。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn