

三峡能源(600905.SH)

承载三峡改革期望，A股龙头新能源运营商

推荐（首次）

现价：6.81元

主要数据

行业	电力
公司网址	www.ctgnc.com
大股东/持股	49.00%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	28,571
流通A股(百万股)	6,949
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	1,946
流通A股市值(亿元)	473
每股净资产(元)	1.52
资产负债率(%)	69.0

行情走势图



证券分析师

严家源 证券投资咨询
S1060518110001
021-20665162
YANJIAYUAN712@pingan.com.cn

皮秀 证券投资咨询
S1060517070004
010-56800184
PIXIU809@pingan.com.cn



平安观点：

- 三峡旗下新能源主力军：公司作为三峡集团新能源业务的实施主体，主营业务包括风能、太阳能的开发、投资和运营。截至2021年6月，已并网风电、光伏、中小水电装机规模超1600万千瓦。
- A股电力行业规模最大IPO，集中投向海上风电：此次募资总额超227亿元，是国内电力行业目前规模最大IPO。177亿元以上的募集资金全部投向7个海上风电项目，合计装机容量250万千瓦，大部分项目有望在2021年底前并网投产、获得0.85元/千瓦时的上网电价。
- 3060发令枪响，八仙过海各显神通：“3060”目标时间紧、任务重，行业各方打破常规，或多管齐下、或集中突破，控股股东旗下其他上市平台也开始切入新能源开发。公司同时面临着外部和内部的双重竞争压力，目前暂时占据规模领先地位。未来随着龙源电力回A，以及其他发电巨头旗下的新能源运营平台同样可能登陆A股，公司将与各大高手同台竞技。
- 投资建议：公司作为三峡集团新能源运营主力，承载“3060”目标实现和“风光三峡”改革期望，或将获得内部资源集中支持。募投7个海上风电项目基本有望在2021年内完成抢装，获得高电价。根据在手项目的建设进度和未来的发展规划，预计21/22/23年营收将达到160/237/281亿元、归母净利润49/83/100亿元，EPS分别为0.17/0.29/0.35元，对应7月14日收盘价PE分别为39.9/23.6/19.5倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- 风险提示：1、自然条件：风电、光伏发电情况与风力、光照等自然因素直接相关，若自然条件发生不利变化将导致发电量下降。2、电量消纳：当电网的调峰能力不足、消纳能力有限或送出通道受限，可能产生弃风、弃光限电，影响上网电量。3、补贴账期：可再生能源补贴发放周期较长，导致应收账款规模逐年增大，如不能及时回收将影响经营现金流。4、设备价格：大规模抢装导致风电、光伏设备短期内供不应求，推动设备价格快速上涨，将影响新建项目的收益率。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,957	11,315	15,965	23,656	28,064
YOY(%)	21.3	26.3	41.1	48.2	18.6
净利润(百万元)	2,840	3,611	4,879	8,257	9,969
YOY(%)	4.8	27.2	35.1	69.2	20.7
毛利率(%)	56.7	57.7	58.6	62.6	62.4
净利率(%)	31.7	31.9	30.6	34.9	35.5
ROE(%)	7.4	8.6	10.6	15.8	16.5
EPS(摊薄/元)	0.10	0.13	0.17	0.29	0.35
P/E(倍)	68.5	53.9	39.9	23.6	19.5
P/B(倍)	5.1	4.6	4.2	3.7	3.2

正文目录

一、	三峡旗下新能源主力军.....	4
二、	A 股电力行业规模最大 IPO，集中投向海上风电	4
	2.1 A 股电力行业规模最大 IPO.....	4
	2.2 募资集中投向海上风电	5
三、	3060 发令枪响，八仙过海各显神通.....	6
	3.1 “3060” 目标推动风、光开发提速.....	6
	3.2 八仙过海各显神通，公司暂得先机	7
四、	投资建议.....	9
五、	风险提示.....	9

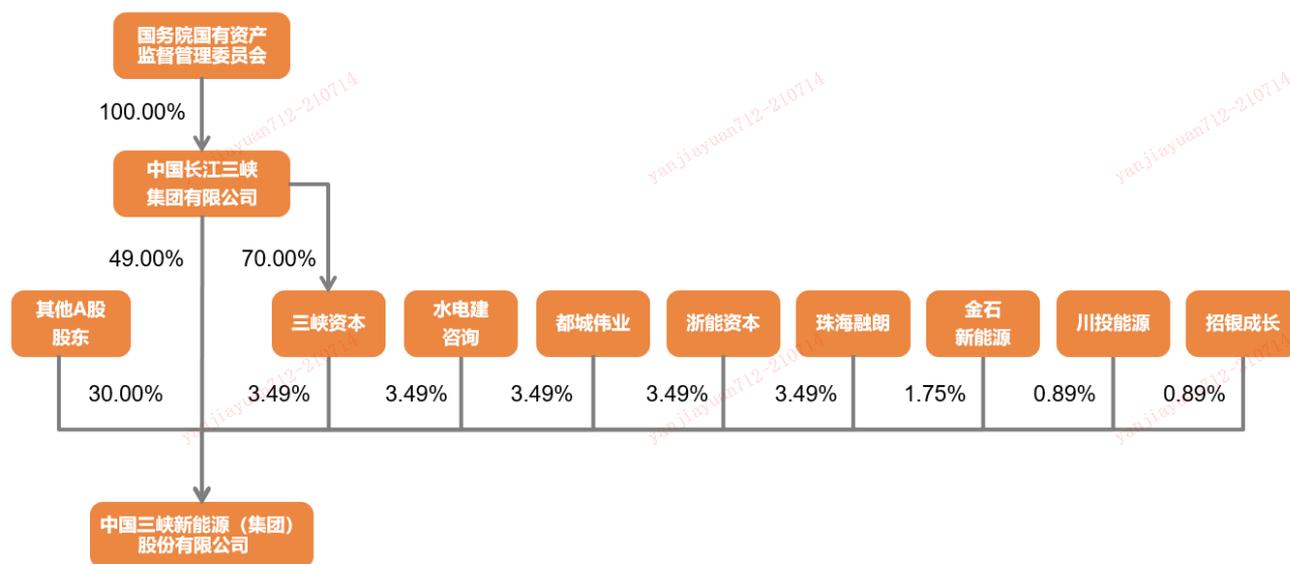
图表目录

图表 1	三峡能源股权结构（IPO 后），控股股东三峡集团直接持股 49%，间接持股 3.49%	4
图表 2	A 股电力行业 IPO 募资规模前 10 名	5
图表 3	A 股 IPO 募资规模前 20 名	5
图表 4	三峡能源 IPO 募集资金除补充流动资金外全部投向 7 个海上风电项目	5
图表 5	2015-2020 年中国海上风电装机容量	6
图表 6	2015-2020 年三峡能源海上风电装机容量	6
图表 7	2020 年中国二氧化碳排放同比增长 0.7%	7
图表 8	2011-2017 年中国碳排放在全球占比约 30%	7
图表 9	2011-2018 年国内发电供热碳排放占比约 49%	7
图表 10	2019 年 10 大发电央企风电、光伏装机容量及占比	8
图表 11	2020 年 A 股风电、光伏装机容量前 20 大发电运营商	9

一、三峡旗下新能源主力军

中国三峡新能源(集团)股份有限公司的前身为水利电力部直属的全民所有制企业中国水利实业开发总公司(水利总公司),1985年9月由水利工程综合经营公司与中国三峡实业开发公司合并成立,此后陆续更名为“中国江河水利水电开发公司”、“中国水利投资公司”。2008年12月,已经划转至国务院的水利投资集团公司并入三峡总公司,2010年6月更名为“中国三峡新能源公司”。2015年公司开始改制重组,2018年3月引进战略投资者都城伟业、水电建咨询、三峡资本、珠海融朗、浙能资本、金石新能源、川投能源、招银成长,2019年6月通过整体变更方式发起设立股份有限公司。2021年6月10日,公司正式登陆沪市主板。

图表1 三峡能源股权结构(IPO后),控股股东三峡集团直接持股49%,间接持股3.49%



资料来源:公司公告,平安证券研究所

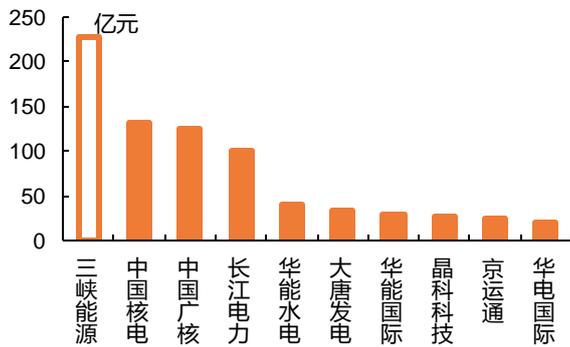
公司作为三峡集团新能源业务的实施主体,承载着集团“风光三峡”和“海上风电引领者”的战略目标,主营业务包括风能、太阳能的开发、投资和运营。近年来,公司积极发展陆上风电、光伏发电,大力开发海上风电,深入推动源网荷储一体化和多能互补发展,积极开展抽水蓄能、储能、氢能等业务;同时,投资与新能源业务关联度高、具有优势互补和战略协同效应的相关产业,基本形成了风电、太阳能、战略投资等相互支撑、协同发展的业务格局。截至2021年6月,公司业务范围已覆盖全国30个省、自治区和直辖市,已并网风电、光伏以及中小水电装机规模超1600万千瓦,资产总额超1800亿元。

二、A股电力行业规模最大IPO,集中投向海上风电

2.1A股电力行业规模最大IPO

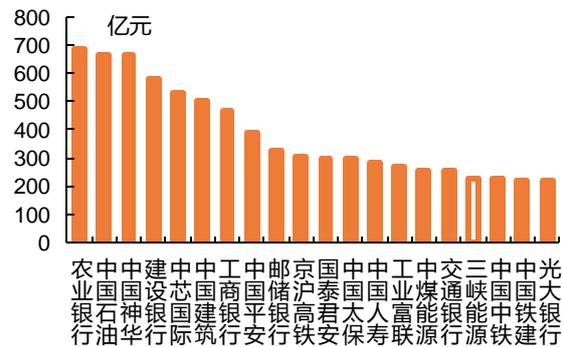
公司此次募资总额超227亿元,是国内电力行业目前规模最大IPO,超越了2015年中国核电IPO的132亿元和2019年中国广核回归A股的126亿元,也远超集团兄弟公司长江电力在2003年创下的电力行业首单百亿IPO。在全部A股上市公司IPO募资总额中,公司也位列前20名。

图表2 A股电力行业IPO募资规模前10名



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 A股IPO募资规模前20名



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 募资集中投向海上风电

根据招股说明书,公司拟以IPO募集资金中不超过50亿元用于补充流动资金,其余177亿元以上的募集资金全部投向7个海上风电项目,包括广东阳江沙扒一期、二期,江苏如东H6、H10,福建漳浦D区、长乐A区,以及山东昌邑海洋牧场示范项目,合计装机容量250万千瓦,静态、动态投资额达到442、457亿元,静态、动态单位装机投资额1.76、1.82万元/千瓦。这7个项目全部在2018年底前拿到核准批文,大部分项目有望获得0.85元/千瓦时的上网电价。其中,广东、江苏、福建的项目有望在2021年底前并网投产。

图表4 三峡能源IPO募集资金除补充流动资金外全部投向7个海上风电项目

项目名称	核准情况	装机容量 (MW)	投资概算 (亿元)		单位投资 (万元/kW)		工期 (月)	IRR
			静态	动态	静态	动态		
三峡新能源阳西沙扒300MW海上风电场项目	阳发改能源〔2017〕196号	300	52.39	54.20	1.73	1.79	25	7.50%
昌邑市海洋牧场与三峡300MW海上风电融合试验示范项目	潍发改能源交〔2018〕472号	300	49.64	51.28	1.65	1.71	24	7.72%
三峡新能源阳西沙扒二期400MW海上风电场项目	阳发改核准〔2018〕2号	402	72.89	76.18	1.82	1.90	30	6.60%
漳浦六鳌海上风电场D区项目	闽发改网审能源〔2018〕44号、闽发改网审能源函〔2020〕33号	402	89.70	92.64	2.23	2.30	33	7.25%
长乐外海海上风电场A区项目	闽发改网审能源〔2018〕210号	300	67.31	70.52	2.24	2.35	36	7.04%
三峡新能源江苏如东H6(400MW)海上风电场项目	苏发改能源发〔2018〕1322号	400	54.39	55.66	1.36	1.39	40	11.27%
三峡新能源江苏如东H10(400MW)海上风电场项目	苏发改能源发〔2018〕1333号	400	55.41	56.34	1.39	1.41	30	12.53%
合计		2504	441.72	456.82	1.76	1.82		

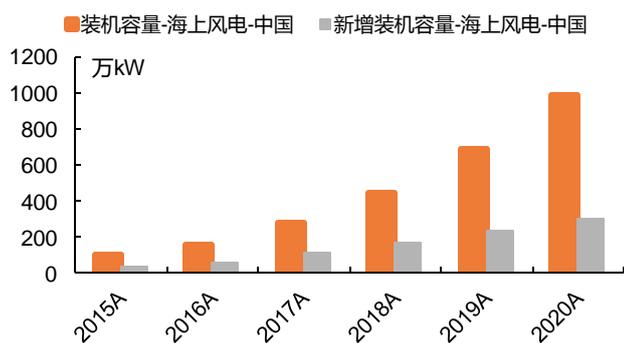
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

我国幅员辽阔、海岸线长,具有较好的风能资源储备。根据资源普查结果,我国5-25米水深的海上风电开发潜力约2亿千

瓦、50-70 米高度海上风电开发潜力约 5 亿千瓦。另一方面，我国陆上风能资源主要集中于东北、华北、西北等“三北”地区，海上风能资源主要集中于东南沿海地区，海上风电资源开发距离东部沿海发达省份这类负荷中心更近，便于就近消纳。

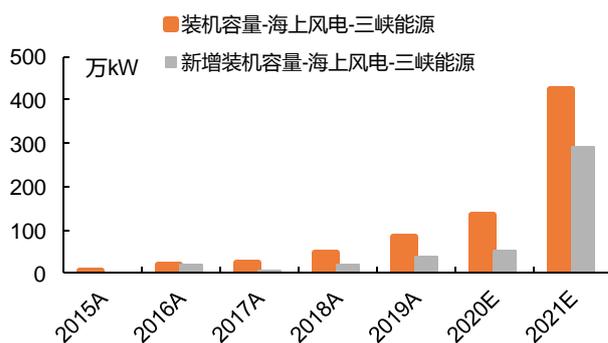
根据 CWEA、GWEC 的数据，中国海上风电装机容量从 2011 年的 26 万千瓦增长至 2020 年的近 1000 万千瓦，增长约 37 倍，年均复合增速达到约 50%。2015 年底，公司只有江苏响水海上风电试验项目的 12.5MW 机组在运，随着 2016 年响水 202MW 海上风电全面达产，公司在江苏、福建、辽宁、广东等沿海地区多点开花。截至 2020 年底，公司海上风电并网装机容量超过 135 万千瓦，是 2015 年的 10 倍以上，年均复合增速约 150%。根据在建项目测算，2021 年底公司海风装机有望新增近 300 万千瓦，再次实现跨越式发展。

图表5 2015-2020 年中国海上风电装机容量



资料来源: GWEC, CWEA, 平安证券研究所

图表6 2015-2020 年三峡能源海上风电装机容量



资料来源: 三峡集团, 公司公告, 平安证券研究所

注: 装机容量根据集团、公司官方的公告、新闻等数据测算。

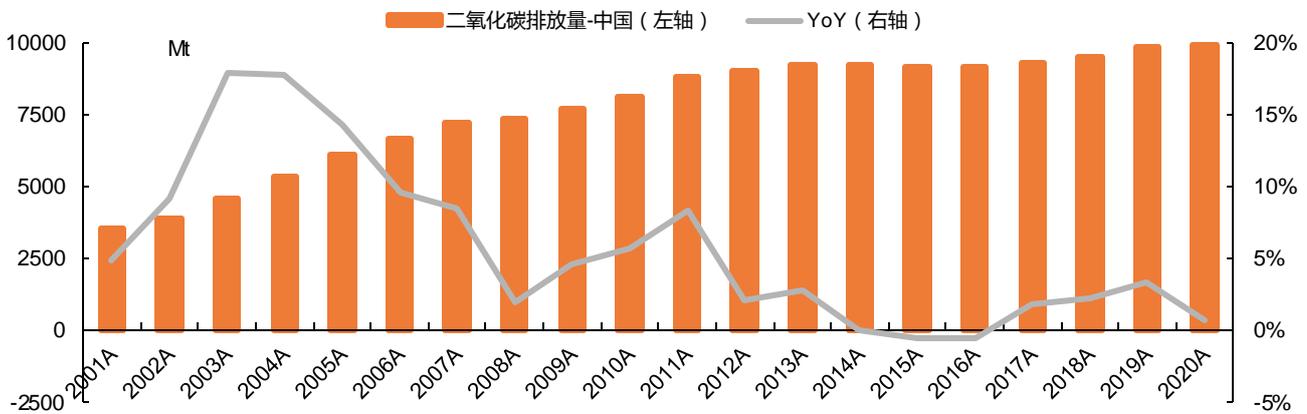
三、3060 发令枪响，八仙过海各显神通

3.1 “3060” 目标推动风、光开发提速

2020 年 9 月 22 日，国家主席习近平在第七十五届联合国大会一般性辩论上发表重要讲话，提出“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。”这是继在 2015 年 11 月 30 日巴黎气候变化大会开幕式讲话中提出“中国将在 2030 年左右二氧化碳排放达到峰值”之后，进一步明确了中国碳减排的工作目标。

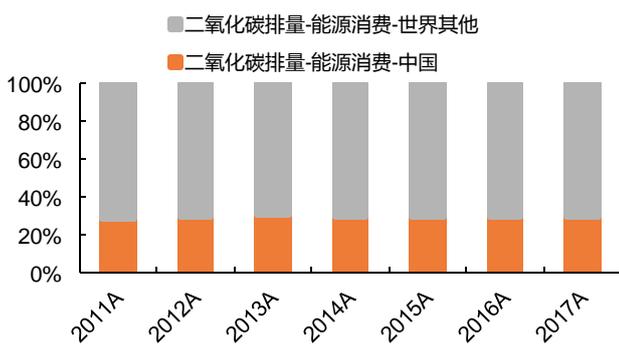
中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，要求加快推动绿色低碳发展，推动能源清洁低碳安全高效利用；降低碳排放强度，支持有条件的地方率先达到碳排放峰值，制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。面对 2030 和 2060 两个关键时间节点，电力行业作为碳排放和碳减排的重要领域之一，风电、光伏的大规模发展被提至最优先级，2030 年 12 亿千瓦的风光装机底限目标已经得到确认。

图表7 2020年中国二氧化碳排放同比增长0.7%



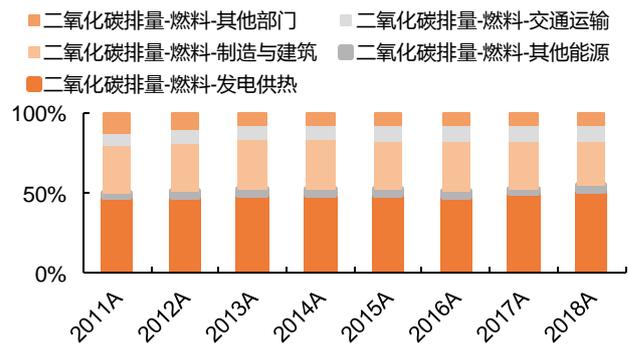
资料来源: BP, Wind, 平安证券研究所

图表8 2011-2017年中国碳排放在全球占比约30%



资料来源: EIA, Wind, 平安证券研究所

图表9 2011-2018年国内发电供热碳排放占比约49%



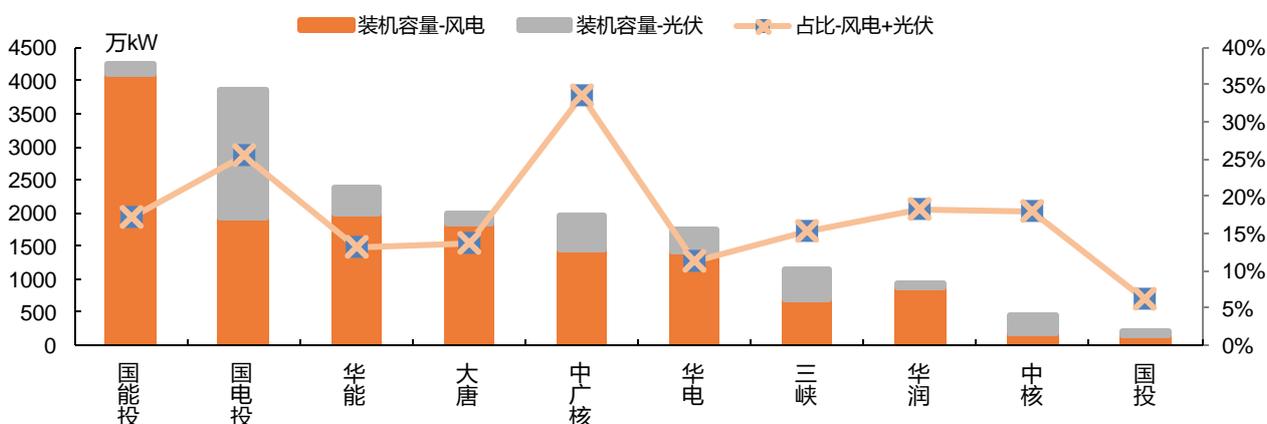
资料来源: IEA, Wind, 平安证券研究所

3.2 八仙过海各显神通，公司暂得先机

面对“3060”目标的紧迫压力和巨大的发展机遇，以电力行业为代表的各行各业纷纷摩拳擦掌，尤其是央、国企中的各家发电企业。其中，新“五大”、“五小”发电央企，有的早早布局并占得先机、有的从偏安一隅转向全面发展、有的面临巨大压力急求转型。公司控股股东三峡集团以水电起家，截至2019年底总装机容量7496万千瓦，领先于“五小”中的其他4家，但距离“五大”仍有较大差距，仅为“五大”中装机规模最小的大唐集团一半出头；风电及光伏装机容量合计1152万千瓦，高于华润、中核、国投，低于“五大”及中广核；风、光在总装机中占比合计15.4%，低于“五大”、“五小”占比均值16.9%。

“十三五”收官之年的2020，虽然疫情肆虐，但各家企业间的新能源大发展势头并未受到影响。以“五大”为例，国电投全年新增风电、光伏装机容量1158、1028万千瓦，风、光在运装机达到3088、2961万千瓦，分列全球第二、第一；华能全年新能源项目开工超1000万千瓦、新增超1000万千瓦，超过前4年增量总和；大唐集团全年新能源投产820万千瓦，创历史新高；国能投全年新增投产新能源521万千瓦，开工新能源535万千瓦；中广核在国内的新能源平台全年新增装机405万千瓦，总装机规模突破2400万千瓦。巨头发力迅猛，行业竞争格局变化迅速。

图表10 2019年10大发电央企风电、光伏装机容量及占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

在“2030碳达峰、2060碳中和”的目标得以明确并强化后，从各地政府到各家企业，纷纷加码新能源，提出了各自的发展目标。华能明确提出到2025年新增新能源装机8000万千瓦以上；国电投宣布“2023年国内碳达峰”；国家能源集团先期提出确保实现新增新能源装机7000-8000万千瓦，之后更进一步加码；华电集团表示力争新增新能源装机7500万千瓦；中广核“十四五”规划年均新增投运400-600万千瓦，到2025年在运装机超过5000万千瓦；公司控股股东三峡集团董事长在接受媒体采访时表示，未来5年新能源装机实现7000-8000万千瓦的水平。

“3060”目标时间紧、任务重，行业各方打破常规，利用体内多方力量或多管齐下、或集中突破，力争完成使命。

- 华能：华能国际全力转型开发新能源，2020全年新增风、光装机305万千瓦，累计达到1033万千瓦；华能新能源2020年2月从港股私有化退市，2020年8月装机容量达1247万千瓦；华能水电宣布将开发澜沧江上游西藏段水光互补能源外送基地，水电、光伏的开发规模均达到1000万千瓦。
- 华电：新能源开发平台华电福新2020年9月从港股私有化退市，此后通过注资、收购等方式逐步整合集团新能源资产，2020年底完成1600万千瓦风、光资产整合，在运及在建装机合计达到1695万千瓦（1397.45+297.40万千瓦）；2021年7月完成华电国际660万千瓦（445.00+215.44万千瓦）在运及在建风、光资产整合，目标“十四五”实现新能源装机规模达到1亿千瓦。西南水电平台黔源电力初步建成国内首个流域梯级水光互补基地——北盘江梯级水光互补项目，“十四五”已签约光伏规划项目合计装机容量530万千瓦。
- 国能投：装机容量2468万千瓦（风电2230万+光伏44万千瓦）的“中国新能源第一股”龙源电力即将通过换股吸收合并平庄能源回归A股，实现A+H两地上市。
- 国电投：中国电力、上海电力、吉电股份加速从火电向新能源转型，2020年底新能源装机规模分别达到618、584、583万千瓦；黄河水电2019年底完成增资引战签约，2020年底装机容量达到2464万千瓦，其中新能源装机规模1118万千瓦。
- 大唐：大唐新能源、大唐发电均在全力开发新能源项目，2020年底新能源装机分别达到1223万、622万千瓦；西南水电平台桂冠电力开始建设岩滩水光互补项目一期工程。

而公司控股股东三峡集团旗下的其他上市平台，也开始切入风、光项目开发。

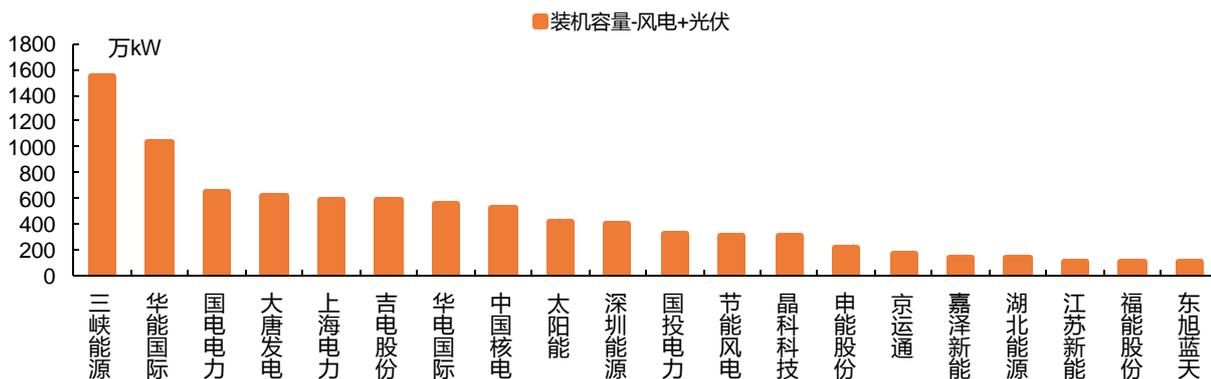
- 水电核心平台长江电力：在2020年业绩发布会上表示将开展金沙江下游干热河谷的风、光资源开发，打造水风光一体化清洁能源基地。
- 湖北区域平台湖北能源：除现有风、光项目外，2021年4月与恩施州政府签约，计划“十四五”至“十五五”期间实

现投资规模约 300 亿元、新增装机规模 300 万千瓦以上，其中新能源投资 120 亿元。

- 配售电及综合能源平台三峡水利：“十四五”发展规划提出打造新能源开发运营平台，2021 年 7 月与重庆市巫溪县政府签约，2021-2022 年投资 18 亿元开发 45 千瓦光伏。

公司同时面临着外部和内部的双重竞争压力，就目前而言在 A 股市场占据规模领先地位。随着未来龙源电力回 A，以及其他发电巨头旗下的新能源运营平台华电福新、华能新能源、黄河水电等同样可能登陆 A 股，公司将与各大高手同台竞技。

图表 11 2020 年 A 股风电、光伏装机容量前 20 大发电运营商



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：三峡能源装机容量根据集团、公司官方的公告、新闻等数据测算。

四、 投资建议

公司作为三峡集团新能源运营主力，承载“3060”目标实现和“风光三峡”改革期望，或将获得内部资源集中支持。募投 7 个海上风电项目基本有望在 2021 年内完成抢装，获得高电价。根据在手项目的建设进度和未来的发展规划，预计 21/22/23 年营收将达到 160/237/281 亿元、归母净利润 49/83/100 亿元，EPS 分别为 0.17/0.29/0.35 元，对应 7 月 14 日收盘价 PE 分别为 39.9/23.6/19.5 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

五、 风险提示

■ 自然条件

风电、光伏发电情况与风力、光照等自然因素直接相关，若项目所在地自然条件发生不利变化，将导致发电量下降。

■ 电量消纳

当电网的调峰能力不足、消纳能力有限或送出通道受限，可能导致产生弃风限电、弃光限电，影响上网电量。

■ 补贴账期

可再生能源补贴发放周期较长，导致应收账款规模逐年增大，如不能及时回收将影响经营现金流。

■ 设备价格

大规模抢装导致风电、光伏设备短期内供不应求，推动设备价格快速上涨，将影响新建项目的收益率。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	21044	28510	42244	50117
现金	1890	1597	2366	2806
应收票据及应收账款	12735	17969	26625	31588
其他应收款	465	656	972	1153
预付账款	5816	8207	12160	14426
存货	79	0	0	0
其他流动资产	58	82	121	144
非流动资产	121533	158066	182341	196844
长期投资	11384	11839	12359	12930
固定资产	67032	113414	142399	160567
无形资产	1871	1829	1787	1746
其他非流动资产	41246	30984	25795	21601
资产总计	142576	186576	224584	246961
流动负债	30244	49269	68649	80687
短期借款	7821	18347	27104	31200
应付票据及应付账款	12508	17249	23133	27598
其他流动负债	9915	13674	18411	21889
非流动负债	65897	86521	97788	99241
长期借款	52698	73323	84590	86042
其他非流动负债	13198	13198	13198	13198
负债合计	96141	135790	166437	179927
少数股东权益	4522	4969	5724	6637
股本	20000	28571	28571	28571
资本公积	9475	904	904	904
留存收益	12439	16342	22948	30923
归属母公司股东权益	41913	45816	52422	60397
负债和股东权益	142576	186576	224584	246961

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	8976	14651	18234	24903
净利润	3941	5326	9013	10881
折旧摊销	3988	5943	7971	9487
财务费用	2091	3103	4113	4593
投资损失	-508	-511	-577	-628
营运资金变动	-662	739	-2342	509
其他经营现金流	127	51	56	60
投资活动现金流	-28072	-42016	-31725	-23424
资本支出	16936	42021	31725	23420
长期投资	-3392	0	0	0
其他投资现金流	-41616	-84037	-63450	-46844
筹资活动现金流	16841	27071	14260	-1038
短期借款	1241	10526	8757	4096
长期借款	21089	20624	11267	1452
其他筹资现金流	-5489	-4079	-5765	-6586
现金净增加额	-2255	-293	769	441

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11315	15965	23656	28064
营业成本	4788	6602	8855	10563
税金及附加	105	148	220	261
营业费用	0	0	0	0
管理费用	555	766	1088	1235
研发费用	1	2	2	3
财务费用	2091	3103	4113	4593
资产减值损失	0	-32	-47	-56
信用减值损失	-176	-160	-237	-281
其他收益	144	144	144	144
公允价值变动收益	53	0	0	0
投资净收益	508	511	577	628
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	4303	5806	9815	11845
营业外收入	57	57	57	57
营业外支出	75	75	75	75
利润总额	4286	5789	9797	11827
所得税	344	463	784	946
净利润	3941	5326	9013	10881
少数股东损益	330	446	756	912
归属母公司净利润	3611	4879	8257	9969
EBITDA	10363.9	14835.0	21880.9	25906.9
EPS(元)	0.13	0.17	0.29	0.35

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	26.3	41.1	48.2	18.6
营业利润(%)	27.3	34.9	69.0	20.7
归属于母公司净利润(%)	27.2	35.1	69.2	20.7
获利能力				
毛利率(%)	57.7	58.6	62.6	62.4
净利率(%)	31.9	30.6	34.9	35.5
ROE(%)	8.6	10.6	15.8	16.5
ROIC(%)	7.8	7.8	9.1	9.0
偿债能力				
资产负债率(%)	67.4	72.8	74.1	72.9
净负债比率(%)	126.3	177.4	188.0	170.7
流动比率	0.7	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4
营运能力				
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
应付账款周转率	0.43	0.43	0.43	0.43
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.17	0.29	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.51	0.64	0.87
每股净资产(最新摊薄)	1.47	1.60	1.83	2.11
估值比率				
P/E	53.9	39.9	23.6	19.5
P/B	4.6	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA	24.85	19.54	14.20	12.24

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 B 座 25 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033