



水风光一体，享双碳红利

—华能水电（600025）深度报告

所属部门：行业公司部

报告类别：公司深度报告

报告时间：2022年6月24日

分析师：孙灿

执业证书：S1100517100001

联系方式：Suncan@cczq.com

北京：东城区建国门内大街28号民生金融中心A座6层，100005

深圳：福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

上海：陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

成都：高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

❖ 2022 一季度澜沧江流域来水恢复，提振公司业绩

2021 年公司全年完成发电量 943.96 亿千瓦时，同比减少 3.25%。售电量 937.07 亿千瓦时，同比减少 3.25%。主要原因一是 2021 年澜沧江全流域来水较上一年度偏枯，其中乌弄龙、小湾、糯扎渡断面来水同比偏枯 15.9%、13.9%、14.4%，导致澜沧江流域漫湾及以上电站年发电量同比减少；二是为确保 2021 年冬季和 2022 年春季电力可靠供应，公司严格控制小湾和糯扎渡电站“两库”水位。

2022 年一季度，由于来水逐步恢复且态势趋于稳定，公司实现总营业收入 39.41 亿元，同比增长 2.72%；实现营业利润 9.26 亿元，同比增长 19.15%；归属母公司净利润 7.42 亿元，同比增长 23.4%。同比增长幅度大主要因为公司发电量修复回升以及电价上涨。

❖ 核心水力发电业务运营平稳，新装机量奠定业绩上涨基础

在国家能源结构绿色低碳转型的高质量发展阶段中，公司坚持加快建设世界一流现代化绿色电力企业的战略目标，从而更加突出公司以水电为核心、大力发展新能源的特点。在“碳达峰、碳中和”目标引领下，以落实“基地型、集约型、互补型”清洁能源基地开发为主要路径，坚持增量以绿色能源为主体，全力推进水电与新能源并重发展。稳步推进国际化，探索拓展电力新业态，积极发展综合能源服务产业。

截至 2021 年末，公司已投产装机容量达 2,318.38 万千瓦。2021 年，综合发电厂用电率 0.73%，发电设备利用小时 4,071 小时。2021 年资本性支出总额为 54.69 亿元，主要用于托巴电站、澜沧江上游云南段电站的后续建设，以及新能源项目建设。公司新能源项目主要利用自身优越对地理条件，分别在大理、临沧、保山和普洱 4 个州市建立 22 个项目，规模预计达 201.6 万千瓦。2022 年资本性支出计划为 105.12 亿元，主要用于托巴电站、新能源项目及澜沧江上游云南段和西藏段电站建设。公司目前水电装机量已投产 2294.88 万千瓦，新能源投产 23.5 万千瓦。澜沧江上游云南段的梯级开发目前全部处于前期开发过程中，预计总装机容量 883 万千瓦。其中如美是年调电站，装机 260 万千瓦，库容 38.1 亿立方米，调节库容 24.3 亿立方米，预计 2023 年开工，2034 年首台机组发电，2035 年全部机组发电，未来将实行水电发力和新能源产业并重的发展模式。

❖ 予以“增持”评级

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营业收入 228.40（同比增长 13.06%）、242.16 和 262.03 亿元；归属母公司净利润 71.26、79.17、88.47 亿元，对应 EPS0.40、0.44 和 0.49 元。

估值要点如下：2022 年 6 月 24 日，股价 6.86 元，总股本 180.00 亿股，对应市值 1,234.80 亿元，2022-2024 年 PE 约为 17.33、15.60、13.96 倍。公司坚持加快建设世界一流现代化绿色电力企业的战略目标，从而更加突出公司以水电为核心、大力发展新能源的特点。未来将受益于国家“双碳”政策，具备长期成长性，我们首次覆盖给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**电力市场风险；澜沧江流水域风险；供电区域客户单一风险。

盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	202.02	228.40	242.16	262.03
+/-%	4.93%	13.06	6.03%	8.20%
净利润(亿元)	62.81	71.26	79.17	88.47
+/-%	18.88%	22.07%	11.10%	11.75%
EPS(元)	0.32	0.40	0.44	0.49
PE	22.32	17.33	15.60	13.96

资料来源：公司 2021 年报，预测截止日期 2022 年 6 月 24 日，川财证券研究所

正文目录

一、 公司发展历程、实际控制人和股权结构	6
1.1. 公司发展历程	6
1.1.1. 公司当前主营业务和服务	6
1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构	6
1.2.1. 公司最新股权结构：公司第一大股东未发生变化	6
1.2.2. 控股股东和实际控制人：实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会 ..	7
二、 主营业务结构	7
2.1 主要业务	7
2.1.1. 主营业务情况	7
2.1.2. 主要产品	7
2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化：	10
2.1.4. 公司发展战略计划：	12
2.2 行业发展情况	12
2.3.1. 水电行业的现状和发展趋势	12
2.3.2. 公司行业地位	13
2.3.3. 同行业主要参与者及对比情况	14
2.3.4. 公司竞争优势	15
三、 公司近年重大资本运作	16
3.1 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态	16
3.2 IPO 发行主要情况	16
3.3 2022 年度短期融资券发行情况	16
3.4 2021 年子公司成立统计	16
四、 盈利预测与估值比较	17
4.1 投资逻辑和观点	17
4.2 盈利预测假设	17
4.3 盈利预测结论	17
4.4 估值比较	18
风险提示	18
盈利预测	19



图表目录

图 1: 公司业务设备发展历程	6
图 2: 截澜沧江流域梯级电站开发概况图	8
图 3: 2021 年业务分产品收入结构	10
图 4: 2021 年业务分产品毛利结构	10
图 5: 历年收入和毛利变化 (单位:亿元)	10
图 6: 营业利润和归母净利润 (单位:亿元)	10
图 7: 公司销售毛利率和净利率变化 (%)	10
图 8: 历年净资产和总资产收益率变化 (%)	10
图 9: 存货、应收票据和账款和研发费用率趋势 (%)	11
图 10: 管理费用率和同比增长趋势 (%)	11
图 11: 历年权益乘数和资产周转率变化趋势	11
图 12: 公司偿债能力强 (%)	11
图 13: 截至 2022 年 4 月水电发电量与同比增长情况	13
图 14: 截至 2022 年 4 月全社会用电量当月值 (第一、第二、第三产业)	13
表格 1. 公司 2022 年最新前十大股东情况	6
表格 2. 截至 2022 年公司在建工程情况	9
表格 3. 国内电力行业公司	14
表格 4. 2017 年 IPO 发行情况	16
表格 5. 公司分产品收入和毛利率假设 (单位: 亿元/%)	17
表格 6. 可比公司估值	18

一、公司发展历程、实际控制人和股权结构

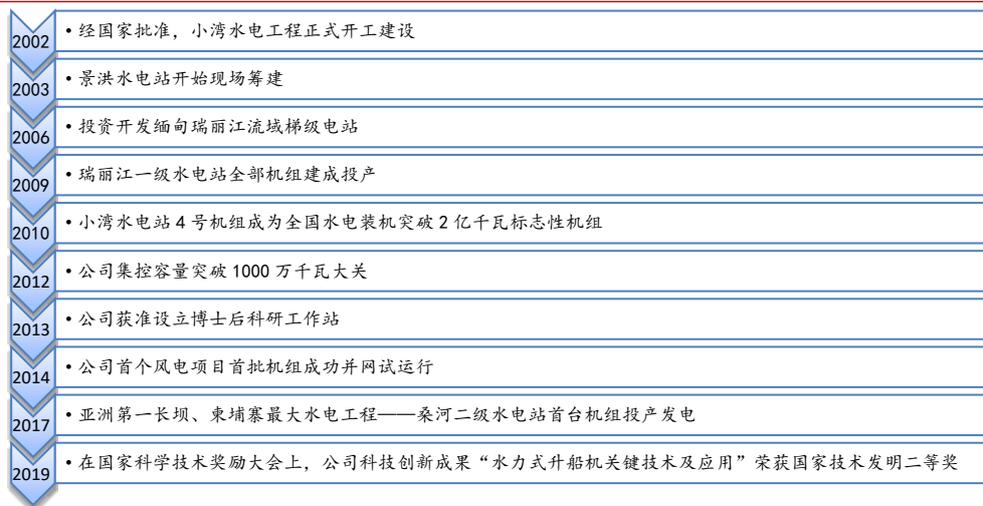
1.1. 公司发展历程

1.1.1. 公司当前主营业务和服务

华能澜沧江水电股份有限公司是由中国华能集团有限公司控股和管理的大型流域水电企业，是培育云南水电支柱产业和实施“西电东送”、“云电外送”的核心企业，也是“藏电外送”的主要参与者。澜沧江公司主要从事澜沧江流域及周边地区水电资源的开发与运营，实施太阳能光伏、风电等可再生能源建设运营，拥有大型水电工程建设和大规模水电站集群运营管理丰富经验，坚定不移实施“走出去”战略，积极参与周边国家清洁能源开发。

目前，公司总装机 2764.38 万千瓦，其中水电装机 2296.48 万千瓦、新能源装机 107.9 万千瓦，年发电量超千亿千瓦时，资产规模突破 1800 亿元，保持“运营一批、建设一批、储备一批”的发展态势，全面形成“跨流域、走出去、大中小并举、国内外协同”的发展格局，已成为云南省内装机规模第一、澜沧江—湄公河次区域最大的清洁电力运营商。

图 1：公司业务设备发展历程



资料来源：公司公告，IFIND，川财证券研究所

1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构

1.2.1. 公司最新股权结构：公司第一大股东未发生变化

2022 年一季报中，股东持股情况如下，中国华能集团有限公司持有公司股份 54.71%，仍是公司第一大股东。

表格 1. 公司 2022 年最新前十大股东情况

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	中国华能集团有限公司	不变	9,072,000,000	54.71
2	云南省能源投资集团有限公司	不变	5,086,800,000	30.67

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



3	云南合和(集团)股份有限公司	不变	2,041,200,000	12.31
4	李海清	增持	93,330,553	0.56
5	香港中央结算有限公司	减持	75,869,204	0.46
6	李福清	增持	71,337,945	0.43
	上海宁泉资产管理有限公司-	减持	41,797,078	0.25
7	宁泉致远 39 号私募证券投资 基金			
	上海宁泉资产管理有限公司-			
8	宁泉致远 58 号私募证券投资 基金	增持	40,385,300	0.24
9	北京远通鑫海商贸有限公司	不变	32,750,000	0.2
10	全国社保基金一零八组合	新进	27,499,954	0.17

资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

1.2.2. 控股股东和实际控制人：实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会

公司的控股股东为中国华能集团有限公司，持有股份占公司总股本 54.71%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

二、主营业务结构

2.1 主要业务

2.1.1. 主营业务情况

公司的主营业务为水力发电项目的开发、投资、建设、运营与管理，主要收入来自于水力发电的销售收入。公司统一负责澜沧江干流水能资源开发，是目前国内领先的大型流域、梯级、滚动、综合水电开发主体，是科学化建设、集控化运营水平较高的水力发电公司之一。

2.1.2. 主要产品

公司的主要产品是电力。根据《国家能源局关于澜沧江等流域水电开发有关事项文件的通知》（国能新能〔2012〕257号），公司统一负责澜沧江干流水能资源开发，梯级电站开发包括西藏昌都至云南南腊河口出国境处范围。澜沧江发源于青藏高原唐古拉山，由北向南流经青海、西藏进入云南，从云南省的西双版纳傣族自治州流出国境。出境后称湄公河，再流经缅甸、老挝、泰国、柬埔寨、越南注入南海。澜沧江干流全长 2,153 公里，蕴藏着丰富的水力资源，是“中国十三大水电基地”之一，划分为澜沧江上游西藏段、澜沧江上游云南段及澜沧江中下游段。澜沧江上游西藏段的梯级开发方案分为一库八级，即：侧格水电站、约龙水电站、卡贡水电站、班达水电站、如美水电站、邦多水电站、古学水电站、曲孜卡水电站，规划总装机容量 638.3 万千瓦。其中，如美水电站具有年调节能力，作为规划河段及其下游河段的控制性调节水库。澜沧江上游云南段的梯级开发目前全部处于前期开发过程中，预计总装机容量 883 万千瓦。其中如美是年调电站，装机 260 万千瓦，库容 38.1 亿立方千米，调节库容 24.3 亿立方米，预计 2023 年开工，2034 年首台机组发电，2035 年全部机组发电，未来将实行

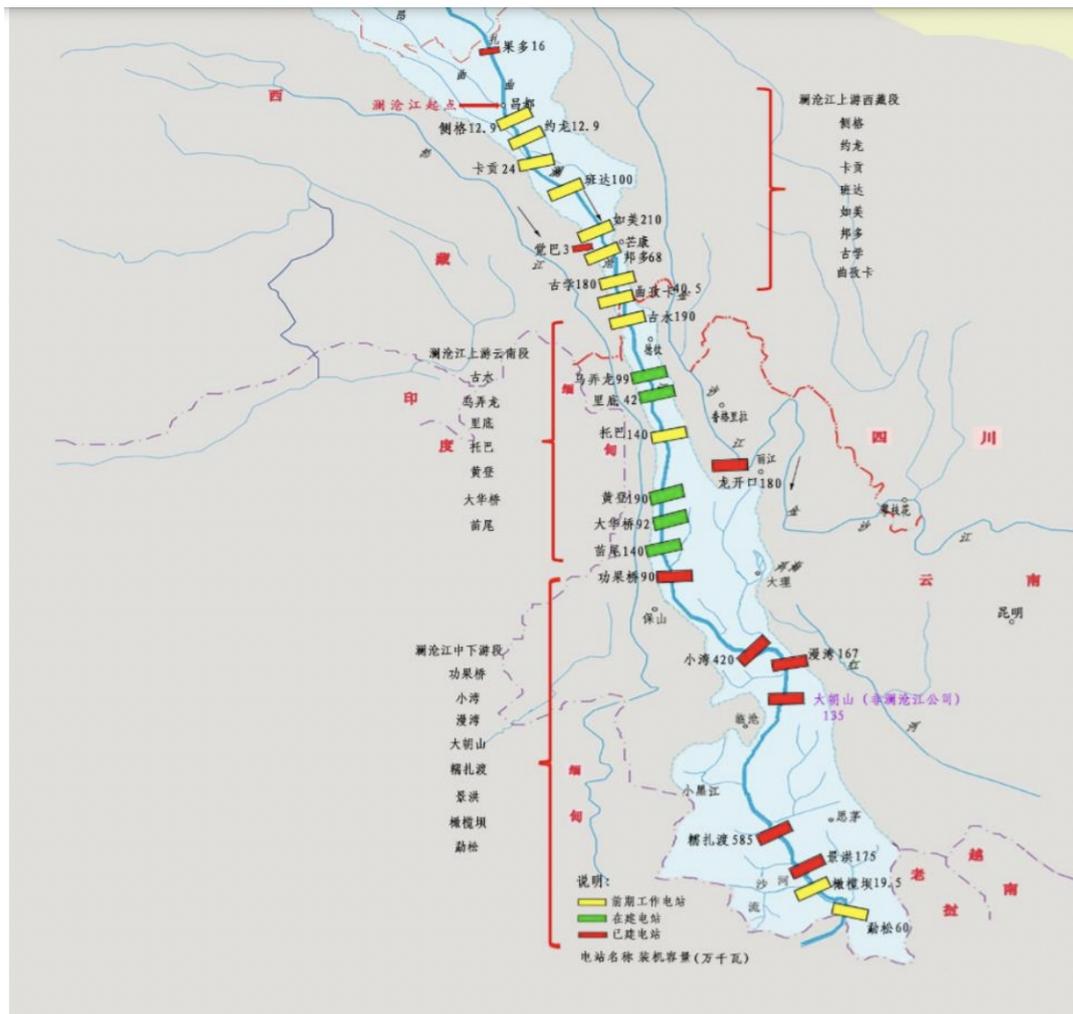
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



水电发力和新能源产业并重的发展模式。截止 2021 年底，澜沧江上游的前期开发阶段中，托巴电站工程进度累积完成 45.65%，古水水电站累积完成 2.81%，橄榄坝航电枢纽累积完成 9.56%，如美水电站累积完成 1.12%。公司本期在建工程账面价值为 163.56 亿元，占资产总额 10.18%，在同类公司在建项目占比第一，未来发展规划明确。

澜沧江中下游段的梯级开发方案分为两库八级，即：功果桥水电站、小湾水电站、漫湾水电站、大朝山水电站、糯扎渡水电站、景洪水电站、橄榄坝水电站和勐松水电站。规划总装机容量 1,651.50 万千瓦。其中小湾水库及糯扎渡水库具有多年调节能力。

图 2：截澜沧江流域梯级电站开发概况图



资料来源：公司公告，招股说明书

2021 年公司全年完成发电量 943.96 亿千瓦时，同比减少 3.25%。售电量 937.07 亿千瓦时，同比减少 3.25%。主要原因一是 2021 年澜沧江全流域来水较上一年度偏枯，其中乌弄龙、小湾、糯扎渡断面来水同比偏枯 15.9%、13.9%、14.4%，导致澜沧江流域漫湾及以上电站年发电量同比减少；二是为确保 2021 年冬季和 2022 年春季电力可靠供应，公司严格控制小湾和糯扎渡电站“两库”水位。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



截至 2021 年末，公司已投产装机容量达 2,318.38 万千瓦。2021 年，综合发电厂用电率 0.73%，发电设备利用小时 4,071 小时。2021 年资本性支出总额为 54.69 亿元，主要用于托巴电站、澜沧江上游云南段电站的后续建设，以及新能源项目建设。公司新能源项目主要利用自身优越对地理条件，分别在大理、临沧、保山和普洱 4 个州市建立 22 个项目，规模预计达 201.6 万千瓦。2022 年资本性支出计划为 105.12 亿元，主要用于托巴电站、新能源项目及澜沧江上游云南段和西藏段电站建设。公司目前水电装机量已投产 2294.88 万千瓦，新能源投产 23.5 万千瓦。

西藏澜沧江清洁能源基地建设换挡提速。如美水电站完成实物指标调查，左右岸公路等 9 个项目开工建设，营地主体结构完成施工。成立古学、班达电站建管局，施工总布置等“三大专题”通过咨询审查，正式启动筹建。昂多等 5 个战略性光伏项目可研工作深入推进。澜沧江云南段风光水储多能互补基地建设全力推进。托巴大坝工程开工建设，提前 1 个月实现大江截流，完成导流洞施工、地下厂房六层开挖支护。古水电站取得云南、西藏两省（区）“封库令”，正常蓄水位等专题方案通过审查。基地中下游重点新能源项目申报国家第二批大型风电光伏基地项目。新能源发展迈出扎实步伐。2021 年完成新能源核准（备案）386.8 万千瓦，开工建设 99 万千瓦。“一体两翼”国际发展稳中有进。有序推动老挝、印尼代表处筹建。稳步开展瑞丽江二级、柬埔寨上丁等重点项目前期工作。柬埔寨桑河二级水电站获国家优质工程奖。

表格 2.截至 2022 年公司在建工程情况

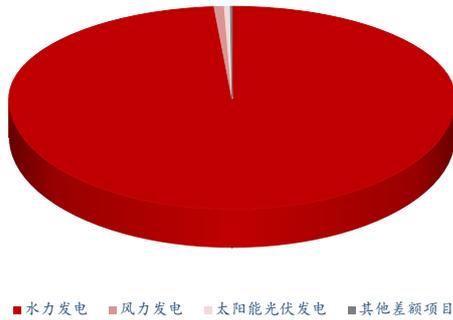
项目名称	预算数（亿元）	工程进度（%）	资金来源
托巴电站	232.04	45.65	自有资金及贷款
澜沧江上游项目前期费	53.70	28.09	自有资金及贷款
东南亚前期项目—国际能源	2.77	54.23	自有资金
古水水电站前期等项目	298.79	2.81	自有资金
橄榄坝航电枢纽 项目	63.59	9.56	自有资金及贷款
澜沧江上游沿江 公路	47.59	24.98	自有资金及贷款
如美水电站	578.00	1.12	自有资金
新能源公司风电光伏前期 项目	33.46	17.71	自有资金
集控及各电厂技改项目	4.29	22.11	自有资金
合计	1314.23	/	/

资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

公司 2021 年实现总营业收入 202.02 亿元，其中水力发电、风力发电、太阳能光伏发电、其他差额项目分别为 198.90、1.78、1.05 和 0.29 亿元，分别贡献营业总收入的 98.46%、0.88%、0.52%和 0.14%。

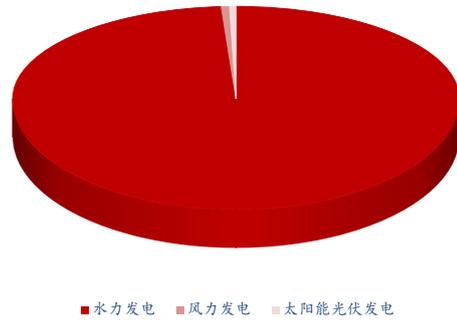


图 3：2021 年业务分产品收入结构



资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

图 4：2021 年业务分产品毛利结构



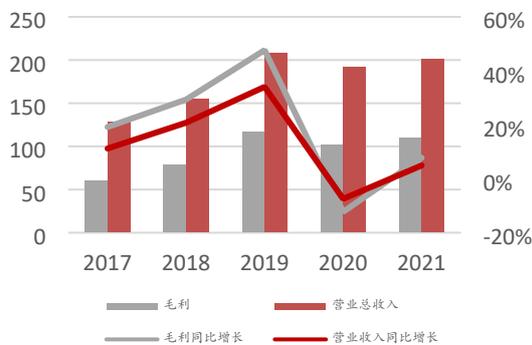
资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

公司 2021 年实现总营业毛利 108.75 亿元，其中水力发电、风力发电和太阳能光伏发电毛利分别为 108.75、0.78 和 0.61 亿元，分别贡献了总毛利的 98.74%、0.71% 和 0.55%。

2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化：

公司 2021 年实现总营业收入 202.02 亿元，其中水力发电、风力发电、太阳能光伏发电、其他差额项目分别为 198.90、1.78、1.05 和 0.29 亿元，同比增速分别为 5.07%、-4.00%、1.46% 和 -13.90%；归属上市公司股东净利润 58.38 亿元，同比增长 20.75%。21 年公司综合毛利率 54.63%，同比增长 7.25%。

图 5：历年收入和毛利变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

图 6：营业利润和归母净利润（单位：亿元）

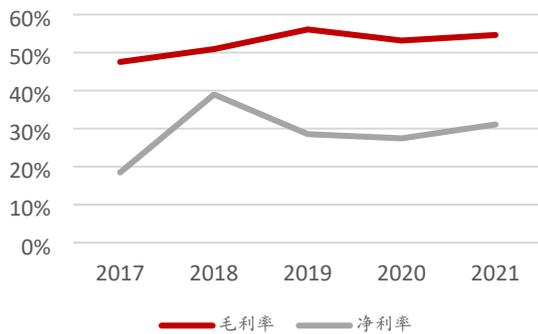


资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

从收入和毛利结构来看，水力发电在公司总营业收入和利润中占据绝大部分。2021 年云南省市场化交易电价上升，公司市场化电量电价同比提升，且市场交易电量占公司发电量权重较大。2021 年公司综合结算电价（含税）0.241 元/千瓦时，同比 2020 年综合结算电价（含税）0.223 元/千瓦时，提高 0.018 元/千瓦时。2021 年公司综合毛利率和净利率分别为 54.63% 和 31.09%，相比 2020 年的 53.17% 和 27.44%，毛利率和净利率基本保持稳定。

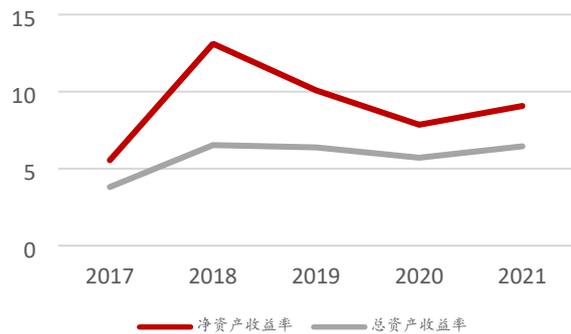


图 7：公司销售毛利率和净利率变化（%）



资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

图 8：历年净资产和总资产收益率变化（%）



资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

2021 年公司存货、应收账款以及研发费用与收入的比例分别为 216.11%、6.87% 和 0.65%。其中公司 2021 年研发费用为 13,065 万元，同比增长 202.88%。主要原因是公司深入贯彻实施创新驱动发展战略，加大科技研发投入，积极推进科技成果产出。

公司本年累计发生管理费用 37,876 万元，同比增长 19.37%，主要原因为本年管理人员职工薪酬及其他管理性费用同比增长。

图 9：存货、应收票据和账款和研发费用率趋势（%）



资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

图 10：管理费用率和同比增长趋势（%）

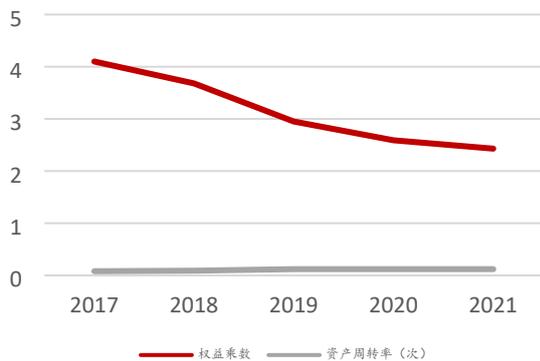


资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

公司本年累计发生财务费用 337,501 万元，同比减少 12.70%。主要原因：一是公司严控带息负债规模，年末带息负债余额 875 亿元，较年初减少 37.78 亿元，年末资产负债率降至 58.78%；二是公司持续优化债务结构，通过低利率资金提前置换高利率存量带息负债等方式有效降低融资成本。



图 11：历年权益乘数和资产周转率变化趋势



资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

图 12：公司偿债能力强 (%)



资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

2.1.4. 公司发展战略计划：

公司在全面落实“十四五”规划的基础上，全力以赴做好水风光协同发力，切实提升电力供应能力和水平，科学优化梯级行运方式，全面完成年度检修任务，深入推进机组状态检修，大力创建精品机组。在项目管理上，公司持续提升“无人值班”管理水平，启动非集控电厂“无人值班”模式创建。在具体工程中，公司将继续依法合规推进如美、古水等上游水电项目环评水保报批。2022年9月导流洞开工建设，班达、古学电站取得“封库令”。加大新能源资源获取和开发力度，加快基地1000万千瓦重点光伏项目备案。加快推进澜沧江云南段风光水储多能互补基地建设。托巴水电站5月启动大坝混凝土浇筑，实现2024年投产发电目标，抓紧研究并落实销售模式。古水电站完成可研审查。抓好澜沧江中下游光伏资源储备、获取和建设。精益做好新能源建设运营。以保证投资收益为首要原则，严把投资关，做好新能源资源获取和项目建设，确保全面完成年度目标任务。2022年，拟计划投资50亿元发展新能源项目，计划新开工项目15个，拟投产装机容量130万千瓦。

2.2 行业发展情况

2.3.1. 水电行业的现状和发展趋势

水力发电是国民经济的重要基础产业，与经济发展密切相关。根据中电联《2021-2022年度全国电力供需形势分析预测报告》，2021年国家电力消费增速实现两位数增长，并契合国家绿色低碳政策的发展趋势。

2021年，全国全社会用电量8.31万亿千瓦时，同比增长10.3%。一、二、三、四季度，全社会用电量同比分别增长21.2%、11.8%、7.6%和3.3%，由于同期基数由低走高等原因，同比增速有所下降。截至2021年底，全国全口径发电装机容量23.8亿千瓦，同比增长7.9%；全国规模以上工业企业发电量8.11万亿千瓦时，同比增长8.1%。

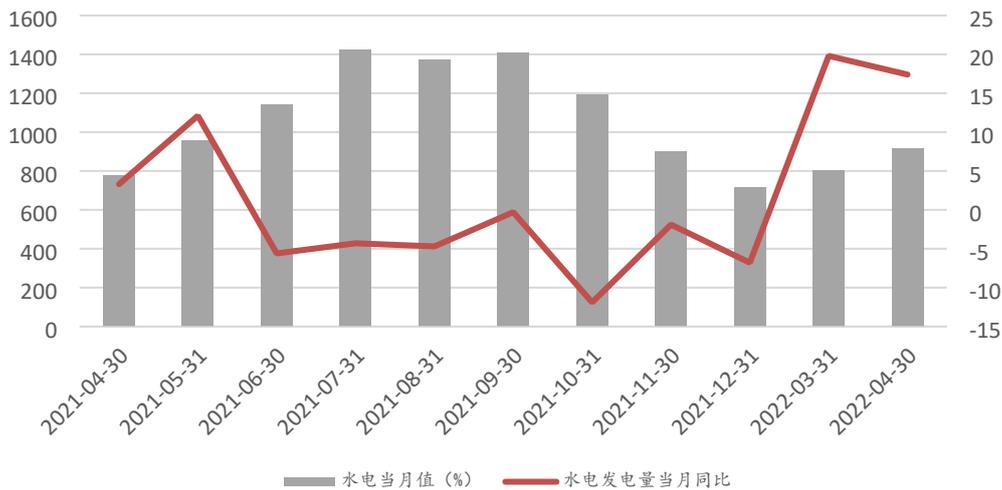
2021年，全国电力供需形势总体偏紧，9、10月份，受煤电燃料紧缺、水电发电量同比减少、电力消费需求较快增长以及部分地区加强“能耗双控”等多重因素叠加影响，



全国电力供需总体偏紧。在一系列国家能源保供措施后，2021年11月7日起至2021年底，全国有序用电规模基本清零。

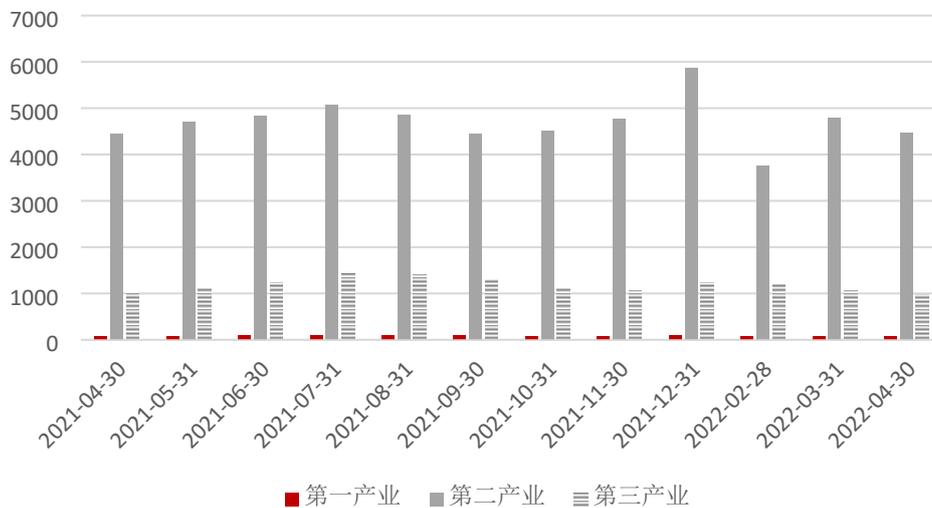
根据国内外经济形势与电能替代等带动电气化水平稳步提升等因素，预计2022年，国家用电量达8.7万亿千瓦时-8.8万亿千瓦时，同比增长5%-6%。根据新装机容量和跨省电力输送等，预计2022年除冬夏高峰期外，全国电力供应总体平稳。

图 13：截至 2022 年 4 月水电发电量与同比增长情况



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 14：截至 2022 年 4 月全社会用电量当月值（第一、第二、第三产业）



资料来源：国家能源局，川财证券研究所

2.3.2. 公司行业地位

公司实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会，总共控股占 54.71%，因此公司的运营基础稳定，没有控制人变更或分散带来的风险。在国家能源结构绿色低碳转型的高质量发展阶段中，公司坚持加快建设世界一流现代化绿色电力企业的战略目标，从而更加突出公司以水电为核心、大力发展新能源的特点。在“碳达峰、碳中和”目标

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



引领下，以落实“基地型、集约型、互补型”清洁能源基地开发为主要路径，坚持增量以绿色能源为主体，全力推进水电与新能源并重发展。稳步推进国际化，探索拓展电力新业态，积极发展综合能源服务产业。

2.3.3. 同行业主要参与者及对比情况

根据国家“十四五”规划，中国将顺应国际趋势，大力发展水电风电等清洁能源设备。以下几家是与华能水电相似的水电企业，均属于绿电产业。

表格 3.国内电力行业公司

公司名称	主要业务和发展情况
中国长江电力股份有限公司	长江电力是由中国长江三峡集团有限公司作为主发起人设立的股份有限公司。公司创立于2002年9月29日，现有股份227.4亿股。2020年9月，长江电力所发行的“沪伦通”全球存托凭证在英国伦敦证券交易所上市交易。长江电力主要从事水力发电、清洁能源和智慧综合能源、配售电以及投融资业务，在中国、秘鲁、巴西、巴基斯坦等多个国家开展相关业务。长江电力现拥有长江干流三峡、葛洲坝、溪洛渡和向家坝四座电站的全部发电资产，水电装机82台，并代为管理乌东德和白鹤滩两座水电站。是中国最大的电力上市公司和全球最大的水电上市公司。2003年11月在上交所IPO挂牌上市，简称：长江电力，证券代码：600900。
四川川投能源股份有限公司	四川川投能源股份有限公司（简称“川投能源”）是四川省投资集团有限责任公司控股的国有上市公司，前身为“四川峨铁”，成立于1988年4月18日。1998年8月，川投集团整体兼并“四川峨铁”，成为控股股东，公司更名为“川投控股”。2005年4月1日，公司正式更名为“川投能源”。截至目前，公司拥有14家投资企业，其中全资及控股企业6家，参股企业8家。2018年，川投能源实现发电量32.78亿千瓦时，实现净利润36.06亿元。截至2018年末，川投能源总资产320.44亿元；净资产252.78亿元；参控股总装机容量3888.68万千瓦；权益装机容量931.46万千瓦；总股本44.02亿股，总市值381.67亿元。1993年登陆上海证券交易所，简称：川投能源，证券代码：600674。
广西桂冠电力股份有限公司	广西桂冠电力股份有限公司成立于1992年9月4日，主要投资建设、经营管理以电力生产为主的能源项目，包括水电、火电和风电等，主要发电资产位于广西；发电是公司当前的核心业务，为适应电力体制改革的需要，公司积极参与售电侧改革，正在开展以电为主的发-售电业务拓展。2000年3月23日在上海证券交易所上市，证券代码：600236。
国投电力控股股份有限公司	国投电力成立于2002年，是国投旗下的沪市A股上市公司，连续5年荣获上交所上市公司信息披露工作评价A级，是国内领先的能源产业投资方与运营商。2020年度，公司营业收入近400亿元、利润总额约120亿元，资产负债率63.9%。2020年10月，国投电力发行全球存托凭证(GDR)，在伦敦证券交易所上市，成为第二家荣获伦敦证券交易所绿色经济标志的伦交所上市中国企业。截至目前，国投电力拥有投资企业90多家，员工约8600人，业务涉及水电、火电、光伏、风电、储能、售电及综合能源服务领域，经营范围主要包括投资建设、经营管理以电力生产为主的能源项目，业务覆盖中国18个省、市、自治区以及“一带一路”沿线及OECD沿线的5个国家。国投电力装机结构以清洁能源为主，水火共济、风光互补，电源结构优良。至2021年底，公司已投产控股装机容量

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



3622 万千瓦，其中，水电装机 2077 万千瓦，风电、光伏等新能源装机 357 万千瓦，清洁能源装机容量占比达到 67.3%，火电装机 1188 万千瓦，以大容量、高参数及热电联产机组为主。公司有序推动抽水蓄能、电化学储能及综合能源服务领域业务布局，探索新兴产业协同发展。1998 年 1 月 18 日在上海证券交易所上市，证券代码：600886。

资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

2.3.4. 公司竞争优势

公司拥有澜沧江全流域干流水电资源开发权，全面负责澜沧江流域建设和运营，资源优势突出。澜沧江水能资源丰富，总可开发装机容量约 3,200 万千瓦。公司已建成投产的小湾电站装机 420 万千瓦（6 台 70 万千瓦），水库库容 149 亿立方米。糯扎渡电站装机 585 万千瓦（9 台 65 万千瓦），水库库容 237 亿立方米，两个电站单机规模大、水头高，发电效率高，度电耗水少，电站本身发电效益巨大，两个电站水库均为多年调节水库，对下游梯级电站有显著调节性能和补偿效益，大大提高了澜沧江流域水力资源发电效能。澜沧江西藏段规划八个梯级电站，如美电站是澜沧江上游河段调节性能最好的水库，具有年调节能力，对下游梯级电站具有良好的补偿作用。在“碳达峰、碳中和”战略目标引领下，公司“十四五”期间，拟在澜沧江云南段和西藏段规划建设“双千万千瓦”清洁能源基地，以澜沧江水电项目为依托，积极开展“风光水储一体化”可持续发展。

公司积极开展流域梯级优化调度和推进多能互补示范工程建设，依托于小湾、糯扎渡为核心的澜沧江梯级水电站群，持续向社会奉献稳定的清洁能源，是南方电网“西电东送”和“云电外送”的中坚力量，拥有整个南方区域最强的中长期调节能力，在当前电力供应趋紧、新能源占比快速增加和市场化改革不断深化的形势下，公司在保障电力有序供应、加快能源低碳转型方面发挥着越来越重要的作用。2021 年在澜沧江流域来水偏枯的情况下，公司电力生产保持平稳，发电量连续三年近千亿千瓦时，年末电站蓄能达到近三年新高，同时充分发挥水库的社会综合效益，圆满完成玉墨铁路通电、托巴大江截流等重大工程施工期间的水库调度，在汛前向下游补水，维持景洪下游国际航道航运通畅，汛期拦蓄洪水，确保枢纽及下游沿岸安全度汛，汛后维持高水位，为来年冬春季节电力供应留足能力。

公司以积极有序、滚动开发澜沧江流域为依托，坚持清洁能源开发、践行绿色发展理念、持续打造水电核心优势，在云南省内装机规模第一，是澜沧江—湄公河次区域最大的清洁电力运营商，年发电能力超千亿千瓦时，规模优势明显，同时积极参与云电外送，逐步成长为云南实施“西电东送”的核心企业。公司以“争做南方区域电力营销的引领者、领先者”为目标，始终坚持保领先、争第一、敢胜利的竞争意识，积极参与市场建设，敢于争取政策支持，引导市场趋势，勇于创新营销手段，获取更广阔市场空间。善于分析研判形势，把握好改革机遇，发挥公司整体优势，实现量价协同最优、效益最大化，创造更高的价值，展现出在挑战中发现机遇，将机遇转化为价值的卓越市场营销能力。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



三、公司近年重大资本运作

3.1 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态

公司投资活动产生的现金流量净额为-539,020.84万元，同比下降27.41%，主要原因为本年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增长。公司本年筹资活动现金流量净额-1,118,364.83万元，同比下降0.64%，主要原因：1) 公司本年未发行其他权益工具；2) 本年公司经营产生的现金流量增加，降低了融资需求。

序号	重要资本运作	状态	开始时间
1	首发新股	已完成	2017/11/06
2	里底水电站	已完成	2019/04/26
3	乌弄龙水电站	已完成	2019/04/26
4	苗尾水电站	已完成	2019/04/26

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

3.2 IPO 发行主要情况

表格 4.2017 年 IPO 发行情况

关键项目	具体内容
发行股份总数	不超过 180.0 亿股占公司发行后总股本比例不低于 10%
发行价格	2.17 元/股
募集资金	募集资金净额 377,826.72 万元

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

3.3 2022 年度短期融资券发行情况

华能澜沧江水电股份有限公司 2022 年度第八期超短期融资券的发行额为 5 亿元人民币，期限为 111 天，单位面值为 100 元人民币，发行利率为 1.97%。本期债券发行完成后，公司短期融资券（含超短期融资券）本金余额为人民币 82 亿元，中期票据（含永续中票）本金余额为人民币 90 亿元。

华能澜沧江水电股份有限公司 2022 年度第七期超短期融资券的发行额为 20 亿元人民币，期限为 149 天，单位面值为 100 元人民币，发行利率为 2.08%。本期债券发行完成后，公司短期融资券（含超短期融资券）本金余额为人民币 97 亿元，中期票据（含永续中票）本金余额为人民币 90 亿元。

华能澜沧江水电股份有限公司 2022 年度第六期超短期融资券发行额为 10 亿元人民币，期限为 164 天，单位面值为 100 元人民币，发行利率为 2.10%。本期债券发行完成后，公司短期融资券（含超短期融资券）本金余额为人民币 87 亿元，中期票据（含永续中票）本金余额为人民币 90 亿元。

3.4 2021 年子公司成立统计

公司 2021 年供成立 8 家新能源相关子公司，注册资本总额达 4.3 亿元。

表格 5. 子公司成立统计表

序号	企业名称	成立时间	注册资本(万元)	实际持股比例
1	华能澜沧江（大理）新能源有限公司	2021 年	10,000.00	100%
2	华能澜沧江（临沧）新能源有限公司	2021 年	10,000.00	99.24%
3	华能澜沧江（普洱）新能源有限公司	2021 年	10,000.00	--

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



4	华能清洁能源（文山广南）有限公司	2021 年	100.00	--
5	华能清洁能源（文山砚山）有限公司	2021 年	900.00	97.38%
6	华能澜沧江（云县）新能源有限公司	2021 年	1,000.00	--
7	华能澜沧江（保山昌宁）新能源有限公司	2021 年	10,000.00	--
8	华能澜沧江（祥云）新能源有限公司	2021 年	1,000.00	--

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

四、盈利预测与估值比较

4.1 投资逻辑和观点

公司 2021 年实现总营业收入 202.02 亿元，其中水力发电、风力发电、太阳能光伏发电、其他差额项目分别为 198.90、1.78、1.05 和 0.29 亿元，同比增速分别为 5.07%、-4.00%、1.46%和-13.90%；归属上市公司股东净利润 58.38 亿元，同比增长 20.75%。21 年公司综合毛利率 54.63%，同比增长 7.25%。营业收入、归属母公司净利润和毛利率均增加，主要原因一是 2021 年云南省市场化交易电价同比上升，公司本期综合结算电价同比增长，使得营业收入同比增长 4.93%。二是由于公司持续优化债务融资结构，通过低利率资金提前置换存量债务等方式进行成本管控，财务费用同比下降 12.7%，使得归属母公司净利润同比增加 20.75%，每股收益同比增加 18.52%。

2022 年一季度，实现总营业收入 39.41 亿元，同比增长 2.72%；实现营业利润 9.26 亿元，同比增长 19.15%；归属母公司净利润 7.42 亿元，同比增长 23.4%。

4.2 盈利预测假设

公司 2021 年实现总营业收入 202.02 亿元，其中水力发电、风力发电、太阳能光伏发电、其他差额项目分别为 198.90、1.78、1.05 和 0.29 亿元，同比增速分别为 5.07%、-4.00%、1.46%和-13.90%。公司未来将严格契合国家“十四五”规划，全力发展新能源产业，形成水电和新能源并重发展的局面，加快建设世界一流现代化绿色能源企业，可持续发展优势进一步增强。

4.3 盈利预测结论

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营业收入 228.40（同比增长 13.06%）、242.16 和 262.03 亿元；归属母公司净利润 71.26、79.17、88.47 亿元，对应 EPS0.40、0.44 和 0.49 元。

表格 5.公司分产品收入和毛利率假设（单位：亿元/%）

指标	分产品	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	水力发电	189.3	198.90	222.77	224.80	228.37
	同比增长	-7.53%	5.07%	12.00%	1.00%	1.50%
风力发电	风力发电	1.85	1.78	1.87	1.96	2.06
	同比增长	2.03%	-4.00%	5.00%	5.00%	5.00%
太阳能光伏发电	太阳能光伏发电	1.03	1.05	3.46	14.89	31.27
	同比增长	-6.80%	1.46%	230.00%	330.00%	110.00%

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所



4.4 估值比较

2022年6月24日，股价6.86元，总股本180.00亿股，对应市值1,234.80亿元，2022-2024年PE约为17.33、15.60、13.96倍。公司为国家水电企业的领军公司，坚持加快建设世界一流现代化绿色电力企业的战略目标，从而更加突出公司以水电为核心、大力发展新能源的特点。未来或将受益于国家“双碳”政策，具备长期成长性，我们首次覆盖给予“增持”评级。

表格 6.可比公司估值

序号	代码	公司	股价 (元)	市值/亿元		EPS/元			PE			PB 最新	ROE 2021
				总计	流通	2021 A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
1	600900.SH	长江电力	23.37	5314.8	5314.8	1.16	1.25	1.32	19.65	18.98	18.03	2.94	14.51%
2	600674.SH	川投能源	11.85	522.1	522.1	0.70	0.81	0.90	17.84	14.60	13.10	1.69	9.88%
3	600236.SH	桂冠电力	6.03	475.3	475.3	0.17	0.32	0.34	37.43	19.13	18.00	3.16	8.05%
4	600886.SH	国投电力	10.35	771.5	718.18	0.33	0.80	0.89	35.09	12.69	11.38	1.63	4.74%

资料来源：IFinD，川财证券研究所，数据更新于2022/06/24

风险提示

电力市场风险；

澜沧江流水域风险；

供电区域客户单一风险。



盈利预测

财务报表预测及比率分析

资产负债表						利润表							
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2321.82	1596.03	1509.78	2284.01	3782.28	12644.95	营业收入	20800.94	19253.37	20201.63	22840.07	24216.31	26202.95
应收票据及账款	4094.51	3967.84	1917.20	3790.17	4018.55	4348.22	营业成本	9134.85	9016.90	9165.77	10609.90	11232.91	12348.53
预付账款	15.54	15.51	14.36	17.23	18.27	19.77	税金及附加	315.00	322.80	378.61	385.63	408.86	442.40
其他应收款	216.98	17.78	141.54	139.79	148.21	160.37	销售费用	30.67	31.29	39.00	38.29	40.60	43.93
存货	26.51	40.80	44.03	43.25	45.79	50.34	管理费用	349.22	317.30	378.76	396.03	419.90	454.34
其他流动资产	862.17	695.77	40.11	278.21	294.98	319.18	研发费用	14.60	43.14	130.65	71.64	75.96	82.19
流动资产总计	7537.53	6333.72	3667.01	6552.66	8308.07	17542.82	财务费用	4421.51	3865.84	3375.01	2919.32	2683.52	2375.61
长期股权投资	2909.31	2963.16	3001.75	3128.37	3255.00	3381.62	资产减值损失	0.00	-62.34	0.00	-24.65	-26.14	-28.28
固定资产	139576.99	135797.50	129009.03	126807.44	108984.99	85222.75	信用减值损失	-20.54	-215.23	-12.71	-97.42	-103.29	-111.76
在建工程	9499.04	12058.13	16355.53	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	6799.13	6303.95	6008.92	5007.43	4005.95	3004.46	投资收益	186.96	297.11	340.50	274.86	274.86	274.86
长期待摊费用	84.87	83.03	26.43	13.22	0.00	0.00	公允价值变动损益	173.07	-13.43	102.67	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1052.65	1092.60	2585.61	2601.08	2597.85	2594.62	资产处置收益	3.86	0.30	0.00	1.38	1.38	1.38
非流动资产合计	159921.99	158298.38	156987.27	137557.54	118843.79	94203.45	其他收益	3.60	14.81	13.00	10.47	10.47	10.47
资产总计	167459.51	164632.10	160654.27	144110.20	127151.86	111746.27	营业利润	6882.04	5677.32	7177.29	8583.90	9511.86	10602.61
短期借款	4749.31	1700.00	1101.75	967.44	0.00	0.00	营业外收入	9.89	10.46	3.79	8.05	8.05	8.05
应付票据及账款	109.05	83.94	145.33	131.22	138.92	152.72	营业外支出	621.51	34.42	47.47	234.47	234.47	234.47
其他流动负债	22805.63	20832.01	21378.31	25221.90	26703.97	29343.61	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	27663.99	22615.95	22625.39	26320.57	26842.89	29496.33	利润总额	6270.42	5653.36	7133.61	8357.48	9285.43	10376.19
长期借款	82684.43	78225.33	71450.78	66000.00	61000.00	56000.00	所得税	333.90	370.09	852.92	663.80	737.51	824.14
其他非流动负债	358.46	278.79	351.40	351.40	351.40	351.40	净利润	5936.52	5283.27	6280.69	7693.68	8547.93	9552.05
非流动负债合计	83042.90	78504.12	71802.18	66351.40	61351.40	56351.40	少数股东损益	391.95	448.68	443.14	568.06	631.13	705.27
负债合计	110706.89	101120.07	94427.57	92671.97	88194.29	85847.74	归属母公司股东净利润	5544.57	4834.59	5837.54	7125.62	7916.80	8846.78
股本	18000.00	18000.00	18000.00	18000.00	18000.00	18000.00	EBITDA	16623.52	15504.49	16243.06	35851.85	37609.34	38538.77
资本公积	18892.40	18892.40	18892.38	18892.38	18892.38	18892.38	NOPLAT	10557.27	8933.13	9200.23	10606.17	11243.35	11964.01
留存收益	18110.29	24722.61	27471.16	30763.01	34420.37	38507.35	EPS(元)	0.31	0.27	0.32	0.40	0.44	0.49
归属母公司权益	55002.69	61615.00	64363.54	67655.39	71312.75	75399.73	主要财务比率						
少数股东权益	1749.94	1897.02	1863.17	2431.23	3062.36	3767.63	会计年度						
股东权益合计	56752.62	63512.03	66226.71	70086.62	74375.11	79167.36	2019						
负债和股东权益合计	167459.51	164632.10	160654.27	162758.58	162569.40	165015.10	2020						
现金流量表							2021						
会计年度							2022E						
2019							2023E						
2020							2024E						
税后经营利润	5936.52	5283.27	6280.69	7638.18	8492.42	9496.55	营收增长率	34.06%	-7.44%	4.93%	13.06%	6.03%	8.20%
折旧与摊销	5931.60	5985.30	5734.44	24575.05	25640.38	25786.97	营业利润增长率	-6.83%	-17.51%	26.42%	19.60%	10.81%	11.47%
财务费用	4421.51	3865.84	3375.01	2919.32	2683.52	2375.61	EBIT增长率	-2.32%	-10.97%	10.39%	7.31%	6.14%	6.54%
投资损失	-186.96	-297.11	-340.50	-274.86	-274.86	-274.86	EBITDA增长率	2.52%	-6.73%	4.76%	120.72%	4.90%	2.47%
营运资金变动	761.50	-522.94	1507.33	1718.07	1232.63	2281.37	归母净利增长率	-4.45%	-12.80%	20.75%	22.07%	11.10%	11.75%
其他经营现金流	-700.35	309.04	-62.99	40.21	58.91	58.91	经营现金流增长率	47.99%	-9.53%	12.79%	122.00%	3.32%	5.00%
经营性现金流净额	16163.80	14623.40	16493.97	36615.97	37833.01	39724.54	盈利能力						
资本支出	5655.82	4403.11	5947.14	5000.00	6800.00	1020.00	毛利率	56.08%	53.17%	54.63%	53.55%	53.61%	52.87%
长期投资	418.84	-181.91	252.36	0.00	0.00	0.00	净利率	28.54%	27.44%	31.09%	33.69%	35.30%	36.45%
其他投资现金流	-9732.77	-8451.64	-11589.70	-9855.17	-13455.17	-1895.17	营业利润率	33.09%	29.49%	35.53%	37.58%	39.28%	40.46%
投资性现金流净额	-3658.11	-4230.44	-5390.21	-4855.17	-6655.17	-875.17	ROE	10.08%	7.85%	9.07%	10.53%	11.10%	11.73%
短期借款	-4999.56	-3049.31	-598.25	-134.31	-967.44	0.00	ROA	3.31%	2.94%	3.63%	4.94%	6.23%	7.92%
长期借款	5072.46	-4459.10	-6774.55	-24099.16	-21769.16	-22851.29	ROIC	8.03%	6.25%	6.47%	7.72%	8.29%	9.02%
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值倍数						
资本公积增加	0.00	0.00	-0.02	0.00	0.00	0.00	P/E	22.27	25.54	21.15	17.33	15.60	13.96
其他筹资现金流	-11712.64	-3604.02	-3810.83	-6753.09	-6942.96	-7135.40	P/S	5.94	6.41	6.11	5.41	5.10	4.71
筹资性现金流净额	-11639.74	-11112.44	-11183.65	-30986.56	-29679.57	-29986.69	P/B	2.63	2.54	2.40	2.26	2.12	1.98
现金流量净额	824.01	-722.65	-95.25	774.23	1498.27	8862.68	股息率	2.22%	2.33%	2.48%	3.10%	3.45%	3.85%
							EV/EBIT	15.33	16.90	18.23	16.98	15.44	13.47
							EV/EBITDA	9.86	10.38	11.80	5.34	4.91	4.46
							EV/NOPLAT	15.52	18.01	20.83	18.05	16.43	14.36

数据来源: 同花顺iFinD

川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000029399