

火电盈利有望修复

—京能电力（600578）深度报告

所属部门：行业公司部

报告类别：公司研究报告

报告时间：2022年6月29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

❖ 电价市场化稳步推进，2022年有望量价齐升

2021年末火电装机容量17.14GW，同比增加0.41GW；权益装机容量19.46GW，同比增加0.38GW；在建装机容量4.31GW。根据当前项目建设进度，2022-2024年有望投产。根据2021年公告数据，火电发电量同比减少2.5%，平均利用小时数同比减少487小时，主要是高煤价压制火电出力。交易电价上浮下，根据公司年报，2021年公司平均交易电价同比增加66元/MWh。2022年，电价市场化进程在稳步推进、煤炭保供力度加大，价格进一步稳定，因此，2022年公司火电业务有望迎来量价齐升。

❖ 新能源指标未来将增加，热力市场稳步扩大

依托公司存量火电优势较为明显，当前公司具备火电灵活性改造容量的优势，可以借此来获取新能源指标。2021年公司完成新能源项目备案在1GW以上，2022年1-4月公司累计公告了0.45GW光伏发电项目的投建。在热力市场方面，公司持续开拓供热供气市场，2021年供热机组容量占比达到81%，累计供热量同比增加4%，供热面积同比增加8%，平均热价同比增加7%，热力市场稳步扩大。

❖ 火电盈利不断修复，公司有望扭亏为盈

火电行业基本面逐步筑底，公司2022年第一季度业绩已大幅改善，单季度费用降低，净利润提高。后面市场来看，一方面，大宗商品的快速下行也对煤炭市场形成压力。另一方面，长协煤保供压力比较小，港口库存也远高于往年同期，目前距离限价还有一定距离，短期内整体煤炭价格还是偏弱。基于对煤炭市场价格的基本判断，公司全年有望实现扭亏为盈。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计2022-2024年，公司可实现营业收入261.62（同比增长17.65%）、302.93和335.92亿元；归属母公司净利润8.47（同比增长127.23%）、11.43和18.02亿元。总股本66.85亿股，对应EPS0.13、0.17和0.27元。

估值要点如下：2022年6月28日，股票收盘价3.24元，对应市值216.58亿元，2022-2024年PE约为26、19和12倍。公司火电盈利不断修复，热力市场稳步扩大，首次覆盖，我们给予“增持”评级。

❖ 风险提示：热力项目建设不及预期、煤炭价格持续上行。



盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	22236.99	26162.46	30293.42	33592.36
+/-%	10.65%	17.65%	15.79%	10.89%
净利润(百万)	-3110.93	847.13	1143.20	1802.09
+/-%	-322.80%	127.23%	34.95%	57.64%
EPS(元)	-0.47	0.13	0.17	0.27
PE	-6.96	25.57	18.95	12.02

资料来源：公司公告，预测截止日期 2022 年 6 月 28 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.....	5
1.1.	公司概况.....	5
1.2.	控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构.....	5
1.1.1.	控股股东和实际控制人.....	5
1.1.2.	公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化.....	5
二、	营业务结构和变化.....	7
2.1	主要业务和产品.....	7
2.1.1.	主营业务概述.....	7
2.1.2.	主营业务结构.....	7
2.1.3.	收入、利润和盈利能力变化.....	8
2.2	公司的主要业务布局和发展战略规划.....	9
2.1.4.	公司最近战略总结.....	9
2.1.5.	转型思路.....	10
三、	投资建议.....	11
3.1	投资逻辑和观点.....	11
3.1.1	火电+水电盈利向上，新能源成长空间大.....	11
3.1.2	煤炭稳价保供，火电有望迎来盈利修复.....	11
3.1.3	集团新能源发展主力军，“十四五”期间转型提速.....	11
3.2	盈利预测与估值比较.....	11
3.2.1	盈利预测.....	11
3.2.1	估值比较.....	12
	盈利预测.....	14
	风险提示.....	15
	相关报告.....	15



图表目录

图 1: 公司与控股股东之间的产权及控制关系的方框图	5
图 2: 主营业务结构	8
图 3: 历年收入和毛利变化 (单位: 亿元)	8
图 4: 历年营业利润和净利润 (单位: 亿元)	8
图 5: 销售毛利率和净利率变化 (%)	9
图 6: 投资回报情况 (单位: 亿元)	9
图 7: 负债结构和流动性 (%)	9
图 8: 杠杆运用和资产运营状况 (单位: 亿元)	9
表格 1. 公司 2022 年一季报最新十大股东情况	6
表格 2. 可比公司估值	13

一、公司发展历程、实际控制人和股权结构

1.1. 公司概况

北京京能电力股份有限公司（简称：京能电力）是京能集团旗下唯一的煤电业务投融资平台，前身为北京京能热电股份有限公司，其历史可以追溯到具有百年历史的石景山发电总厂。

公司自 2002 年上市以来，在产业和资本双轮驱动下，企业规模不断发展，业务范围涵盖火力发电、热电联产、煤电联营、售电经营、综合能源服务等。截至 2021 年底，公司总资产 826.31 亿元，控制装机容量 1,714 万千瓦，参控股项目多分布在河北、内蒙古、山西、宁夏等地，多为坑口电站，点对网直供京津唐电网，公司直送北京电量占北京市用电量 34% 以上。

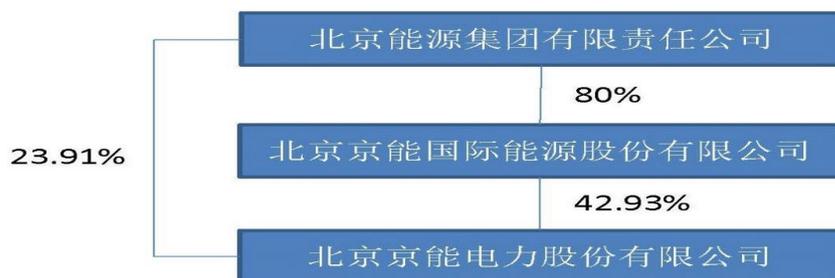
1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构

1.1.1. 控股股东和实际控制人

公司控股股东为京能国际，实际控制人为京能集团。京能集团为北京市重要的能源企业之一，其中电力能源板块为其核心业务板块。京能集团该板块上市公司包括京能电力（600578.SH）及京能清洁能源（0579.HK），分别为燃煤发电业务及清洁能源业务的资本运作和管理平台。

公司致力于提供安全高效洁净能源，控股燃煤大机组全部实现超低排放，多台机组被评为全国“金牌机组”。公司凭借较强的盈利能力、优质的资产质量，连年保持国内最高企业评级 AAA。京能电力持续专注于燃煤发电和供热项目的投资和运营，并不断开拓上下游产业。公司目前业务范围主要包含火力发电、热电联产、煤电联营、售电经营，主要地域分布在河北、内蒙、山西、宁夏、湖北等省市。

图 1：公司与控股股东之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公告；公司年报，iFind，川财证券研究所，时间截至 2021 年底

1.1.2. 公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化



表格 1.公司 2022 年一季报最新十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	变化
1	北京京能国际能源股份有限公司	2,869,161,970	42.92%	不变
2	北京能源集团有限责任公司	1,598,336,144	23.91%	不变
3	中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 沪	431,432,509	6.45%	不变
4	山西国际电力集团有限公司	424,686,128	6.35%	不变
5	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 沪	299,589,763	4.48%	不变
6	李卓	96,703,098	1.45%	比上期增加
7	国泰君安证券资管-申能股份有限公司-国君资管 3012 单一资产管理计划	72,340,000	1.08%	不变
8	哈尔滨市道里区慈善基金会	32,314,871	0.48%	比上期增加
9	中央汇金资产管理有限责任公司	26,063,300	0.39%	不变
10	哈尔滨哈道投资管理有限公司	18,841,700	0.28%	比上期减少
	合计	5,869,469,483	87.79%	-87.79%

资料来源：公司公告；2022 年一季报，iFinD，川财证券研究所

二、营业务结构和变化

2.1 主要业务和产品

2.1.1. 主营业务概述

京能电力作为京能集团唯一煤电平台，凭借首都能源企业外送通道优势，紧跟国家推进多能互补、风光火打捆相关政策，把握新增调节能力配套建设市场化并网新能源机遇，公司通过对存量煤电机组灵活性改造，多个配套新能源筹建、在建项目取得积极进展，公司进入新能源转型的跨越式发展期。

公司充分发挥所属煤电企业“人才优势、技术优势、通道优势、地域优势”四大优势，坚持做强存量，做优增量，走内涵式创新与外延式转型协同发展之路。按照基地化、规模化、协同化的发展原则，以灵活性煤电为支撑，以输电通道为载体，大力拓展风光火打捆外送、风光火储氢一体化、源网荷储一体化项目，加大京津冀地区能源开发力度，着力打造乌兰察布能源基地、鄂尔多斯能源基地、锡盟能源基地、十堰能源基地。

公司下一步将持续依托公司存量先进煤电机组优势，扩大打捆新能源规模，提升适应新型电力系统的能力；同步加大京津冀地区综合能源项目开发力度；稳步推进并购新能源、综合能源资产项目，形成主业突出、结构合理、资源优化的产业结构新格局，力争把京能电力打造成为行业领先的综合能源上市公司。

火电业务是核心业务，区位和设备优势较为明显。公司企业多分布于煤炭资源丰富的内蒙、山西、宁夏地区，除“坑口”煤源优势外，这些地区风光资源密集，公司依托现有电力外送通道，在打造多能互补的大型综合能源基地项目上具有竞争优势。从机组类型看，公司控股 20 家发电企业中，18 家为热电联产企业，供热机组容量占比达 80%，承担了全国 7 省 13 市、县，共 1.8 亿平米的民生供暖任务；从机组调峰能力看，公司灵活性改造机组容量占比 62%，全部 44 台机组中 38 台参与电网调峰，部分机组深度调峰能力达 15%，具有可持续竞争优势。

2.1.2. 主营业务结构

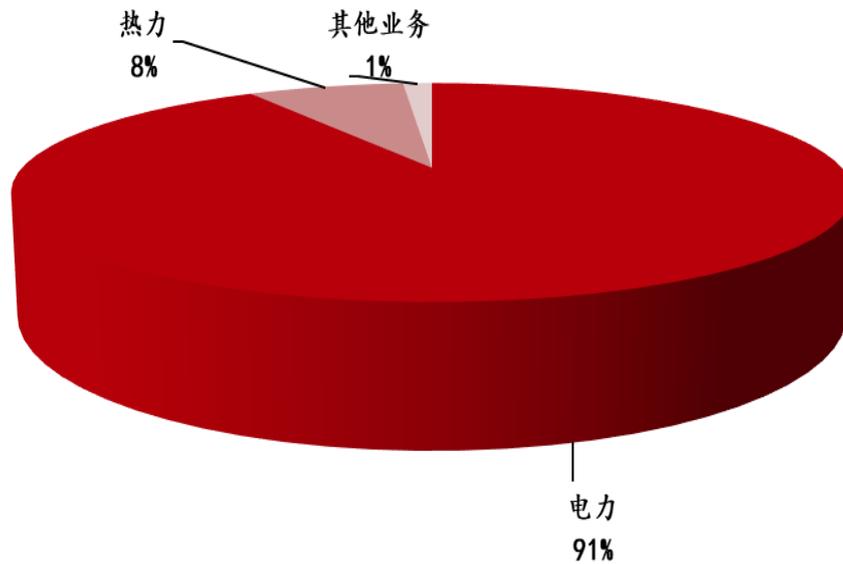
2021 年末火电装机容量 17.14GW，同比增加 0.41GW；权益装机容量 19.46GW，同比增加 0.38GW；在建装机容量 4.31GW。根据当前项目建设进度，22-24 年有望投产。根据 2021 年公告数据，火电发电量同比减少 2.5%，平均利用小时数同比减少 487 小时，主要是高煤价压制火电出力。交易电价上浮下，根据公司年报，2021 年公司平均交易电价同比增加 66 元/MWh。

新能源业务方面，依托公司存量火电优势较为明显，当前公司具备火电灵活性改造容量的优势，可以借此来获取新能源指标。2021 年公司完成新能源项目备案在 1GW 以上，2022 年 1-4 月公司累计公告了 0.45GW 光伏发电项目的投建。在热力市场方面，公司持续开拓供热供气市场，2021 年供热机组容量占比达到 81%，累计供热量同比增加 4%，



供热面积同比增加 8%，平均热价同比增加 7%，热力市场稳步扩大。

图 2：主营业务结构

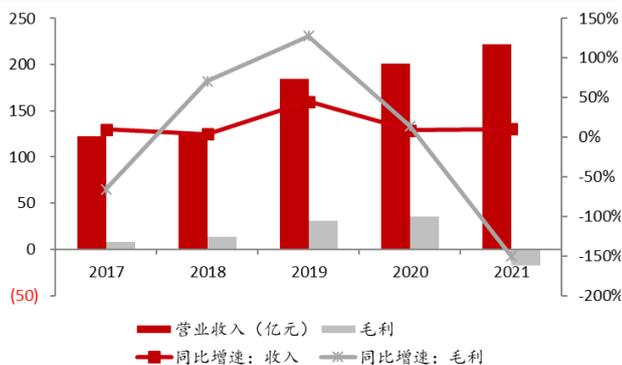


资料来源：公告：公司年报，iFinD，川财证券研究所，时间截至 2021 年底

2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化

截至 2021 年末，公司总资产 826.31 亿元；负债总额 563.45 亿元；归属于母公司所有者权益 215.97 亿元；归属于上市公司股东净利润减少 31.11 亿元。2021 年，公司年度累计发电量 721.38 亿千瓦时；交易电量 483.97 亿千瓦时；全年机组平均利用小时 4,255 小时；供热量 6,258.6 万吉焦。

图 3：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 4：历年营业利润和净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

报告期内，公司机组平均利用小时 4,255 小时，同比减少 487 小时。分区域看：京津唐 5 家企业平均利用小时 41824182 小时；蒙西区域 7 家企业平均利用小时 4655 小时，同比减少 620 小时；山西区域 3 家企平均利用小时 3964 小时，同比减少 376 小时。

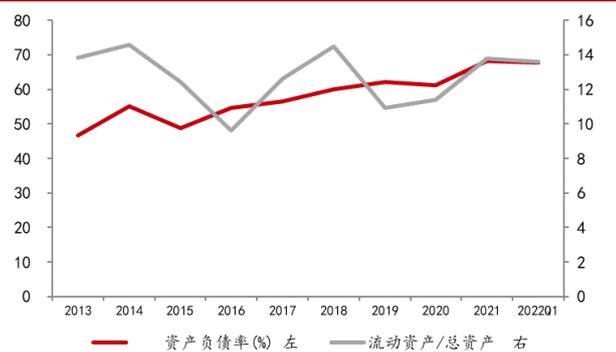
图 5：销售毛利率和净利率变化 (%)


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

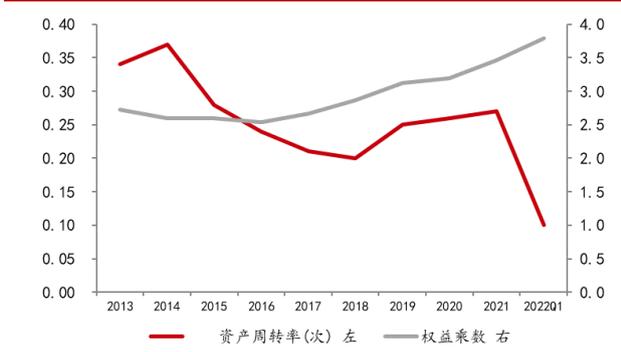
图 6：投资回报情况 (单位：亿元)


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2021 年，在交易种类及规则繁杂多变、煤价连续高位运行的影响下，公司密切关注市场形势，提早谋划、精准施策，有效实现了交易电价的同比上升。公司管理费用同比增加主要是本期控股公司滑州热电、吕临发电新机组今年全年经营期，去年年底新投产生产经营月数少影响。财务费用同比减少主要是公司多措并举降低融资成本所致。

图 7：负债结构和流动性 (%)


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 8：杠杆运用和资产运营状况 (单位：亿元)


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2.2 公司的主要业务布局和发展战略规划

2.1.4. 公司最近战略总结

2021 年底，中央经济工作会议作出“经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”的判断。

国家能源局表示，2022 年能源工作要坚持稳中求进，先立后破，重点是提高能源供应稳定性和弹性。增强煤炭供应能力，强化煤电支撑作用，发挥好煤炭、煤电在能源供应体系的基础和兜底保障作用，加强传统能源与新能源优化组合，抓好煤炭清洁高效利用，统筹推动煤电节能降耗改造、供热改造和灵活性改造“三改联动”，发挥煤电调节性作用。加快建设全国统一电力市场体系，积极推进电力市场化交易，加强中长期市场、现货市场和辅助服务市场的统筹衔接，推动完善电价传导机制，有效平衡电力供需。

根据中电联发布信息，预计 2022 年全年全社会用电量 8.7 万亿千瓦时-8.8 万亿千瓦时，



同比增长 5%-6%，各季度全社会用电量增速总体呈逐季上升态势，迎峰度夏期间，公司所在华北、东北、西北区域电力供需基本平衡，华中区域电力供需偏紧，迎峰度冬期间，华北、东北区域电力供需基本平衡，华中、西北区域电力供需偏紧。

“十四五”时期是我国乘势而上开启全面建设社会主义现代化国家新征程的五年，也是公司以高质量发展为中心，做强存量，做优增量，向新型综合能源集团转型发展的关键时期。公司重点把握京津冀协同发展机遇，利用“点对网”、特高压进京线路的优势，加大“风光火”打捆进京规模；凭借能源国企优势，深挖电力、热力跨区域输送的市场机遇，加快推进清洁能源、供热保障水平；在“双碳”目标的指引下，稳步实施机组灵活性、深度调峰、热电解耦、垃圾淤泥掺烧等技术改造，实现源网荷储一体化发展，促进火电企业向综合能源供应商转型升级。

2.1.5. 转型思路

公司坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，转变市场观念，加大营销力度，把握售电侧市场化改革深入推进时机，强化考核激励和监督检查机制，加强重点合作用户维护管理工作，细分用户市场定位，争取优质用户，提高区域市场资源占有率和渠道控制力。做实山西、内蒙、京津冀三大售电公司。利用月度增量交易、网间外送交易、月内分时交易、现货交易、发电权置换交易等短期交易模式增加发电量空间。加强电力营销科学信息化管理，提高现货交易水平，按政策允许上限争取交易电价。立足区位优势、通道优势，全力争取岱海发电、京隆发电、锡林发电等外送通道新能源发展指标；把握火电机组灵活性改造促进新能源消纳政策，争取已完成灵活性改造容量新能源指标配置，按计划推进十堰丹江口林光互补等已核准项目的建设及投产进度。

根据机组性能和所在区域功能定位，“一机一策”制定升级改造措施，通过节能降碳改造、灵活性改造、供热改造，降低机组年平均综合供电煤耗，增加供热能力及非供热季调峰能力。探索“运行智能、巡检智能、操作自主、人机协同”的生产管理模式，实现科技含量和管理能力同步提升，提高核心竞争力。

三、投资建议

3.1 投资逻辑和观点

3.1.1 电价市场化稳步推进，22 年有望量价齐升

2021年末火电装机容量17.14GW，同比增加0.41GW；权益装机容量19.46GW，同比增加0.38GW；在建装机容量4.31GW。根据当前项目建设进度，2022-2024年有望投产。根据2021年公告数据，火电发电量同比减少2.5%，平均利用小时数同比减少487小时，主要是高煤价压制火电出力。交易电价上浮下，根据公司年报，2021年公司平均交易电价同比增加66元/MWh。2022年，电价市场化进程在稳步推进、煤炭保供力度加大，价格进一步稳定，因此，2022年公司火电业务有望迎来量价齐升。

3.1.2 新能源指标未来将增加，热力市场稳步扩大

依托公司存量火电优势较为明显，当前公司具备火电灵活性改造容量的优势，可以借此来获取新能源指标。2021年公司完成新能源项目备案在1GW以上，2022年1-4月公司累计公告了0.45GW光伏发电项目的投建。在热力市场方面，公司持续开拓供热供气市场，2021年供热机组容量占比达到81%，累计供热量同比+4%，供热面积同比+8%，平均热价同比+7%，热力市场稳步扩大。

3.1.3 火电盈利不断修复，公司有望扭亏为盈

火电行业基本面逐步筑底，公司2022年第一季度业绩已大幅改善，单季度费用降低，净利润提高。后面市场来看，一方面，大宗商品的快速下行也对煤炭市场形成压力。第二，长协煤保供压力比较小，港口库存也远高于往年同期，目前距离限价还有一定距离，短期内整体煤炭价格还是偏弱。基于对煤炭市场价格的基本判断，公司全年有望实现扭亏为盈。

3.2 盈利预测与估值比较

3.2.1 盈利预测

1. 近期关键财务数据

2021年公司实现营收222亿元，同比增加11%，归属于上市公司股东净利润减少31.1亿元，同比减少323%，亏损主因煤价大涨所致；2022年第一季度营收78亿元，同比增加40%，归属于上市公司股东净利润2.9亿元，同比增加341%，得益于电价上涨。

2. 盈利预测假设：

(1) 火力发电

2022年一季度，公司发电量增加，同时2021年年底，在建机组容量431万千瓦时，2022年将投入运营。成本方面，煤炭价格今年有望得到压制，公司多方协调煤源和燃

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



煤运力，通过加大长协合作及内部协同力度，积极拓宽资源供应，在确保电厂库存安全的情况下，努力降低公司燃料成本，完成本年度保电供热任务。火电毛利率将得到提升。

(2) 热力

公司当前加大热力市场开发力度，通过开展供热改造，开拓工业蒸汽市场，与蒸汽用户建立热价、煤价联动机制，提升企业经营活力。2021年，公司供热机组容量占运营装机容量的81%。16家热电联产企业累计供热量6258.6万吉焦，同比增加241.6万吉焦。供热面积18,167万平方米，较同期增加1,420万平方米；平均热价28.49元/吉焦，同比上涨1.94元/吉焦。公司当前加大热力市场开发力度，通过开展供热改造，开拓工业蒸汽市场，与蒸汽用户建立热价、煤价联动机制，提升企业经营活力。预计22年营收增速将加快。

(3) 其他业务

截至2021年末，全部44台机组中38台参与电网调峰，公司多家所属发电企业深度调峰能力优于行业水平，公司煤电机组调峰创收能力极大增强，为公司争取配套新能源项目奠定坚实基础。

3. 盈利预测结论：

我们预计2022-2024年，公司可实现营业收入261.62（同比增长17.65%）、302.93和335.92亿元；归属母公司净利润8.47（同比增长127.23%）、11.43和18.02亿元。总股本66.85亿股，对应EPS0.13、0.17和0.27元。

3.2.1 估值比较

2022年6月28日，股票收盘价3.24元，对应市值216.58亿元，2022-2024年PE约为26、19和12倍。公司火电盈利不断修复，热力市场稳步扩大，首次覆盖，我们给予“增持”评级。



表格 2.可比公司估值

序号	代码	公司	股价/元	市值/亿元		EPS/元			PE			PB	ROE
				总计	流通	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	最新	21
1	600011	华能国际	7.12	940	783	-0.92	0.50	0.66	-7.75	14.09	10.83	1.06	1.99
2	600886	国投电力	10.10	753	704	0.30	0.80	0.89	33.39	12.59	11.27	0.90	1.61
3	601991	大唐发电	2.43	372	301	-0.57	0.12	0.17	-4.24	20.40	14.54	0.73	1.56
4	600027	华电国际	3.82	352	311	-0.57	0.35	0.44	-6.75	10.88	8.68	1.05	0.95
5	000027	深圳能源	6.33	301	301	0.43			14.80			0.75	1.06
6	600642	申能股份	5.71	281	257	0.20	0.61	0.70	28.86	9.29	8.13		0.91
7	600021	上海电力	10.11	265	265	-0.79	0.88	1.24	-12.84	11.14	8.03		1.82
8	600863	内蒙华电	3.78	247	247	0.12	0.46	0.56	31.78	8.31	6.82		1.78
9	600098	广州发展	6.75	239	182	0.07			90.72				1.02
10	600578	京能电力	3.11	208	208	-0.43	0.11	0.19	-7.21	29.09	16.66		1.02
11	000875	吉电股份	7.37	206	180	0.16	0.37	0.50	46.76	19.91	14.79		1.89
12	000767	晋控电力	3.78	116	110	0.00	0.07	0.09	-	56.11	43.01		1.51
13	000543	皖能电力	4.13	94	74	-0.58	0.19	0.30	-7.15	21.10	13.58	2.65	0.75
14	600726	*ST 华源	2.54	43	43	-1.89			-1.34			1.22	-1.67
	小计	几何平均	5.38	338	308	-0.31	0.40	0.51	-92.05	18.74	13.79	1.18	5.38

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所，数据更新于 2022/6/28

风险提示

热力项目建设不及预期；
煤炭价格持续上行。

相关报告

【川财研究】通裕重工（300185）2021 年报和一季报点评：21 年核心业务毛利率超预期下行，二季度有望见底回升(20220429)

【川财研究】利君股份（002651）2021 年报和一季报点评：22 年一季度业绩略超预期，疫情管制带来二季度增长的不确定(20220427)

【川财研究】新莱应材（300260）2021 年报和一季报点评：公司业绩持续超预期，半导体业务景气度持续高位(20220426)

【川财研究】沪电股份（002463）2021 年报和一季报点评：21 年业绩低于预期，公司业绩修复程度受 22 年芯片出货量影响(20220426)

【川财研究】锋龙股份（002931）2021 年报和一季报点评：公司毛利率修复情况低于我们预期，疫情制约公司二季度经营发力(20220423)

【川财研究】杭氧股份（002430）2021 年报点评：气体业务稳步发展，装备业务期待石化和氢能发力(20220329)

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：000000029399

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