



火电盈利修复，向智慧能源转型

—上海电力深度报告

所属部门：行业公司部

报告类别：行业研究报告

报告时间：2022 年 7 月 6 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

❖ 公司在国内火电企业中清洁能源占比领先，继续大力推动新能源装机增长，同时积极向综合智慧能源方向转型。截至 2021 年底，公司控股装机容量 1905.31 万千瓦，同比增长 13.66%，其中新能源控股装机容量 765.89 万千瓦，同比增长 31.22%。清洁能源占比 55.24%，同比上升了 6.11 个百分点。公司未来将继续兼顾高效清洁火电和清洁能源的共同发展，清洁能源装机占比稳步提高。公司切实把综合智慧能源服务当作转型发展的突破口，以数字化、智慧化能源生产、储存、供应、消费和服务等为主线，兼顾技术与经济性，因地制宜、高质量推动综合智慧能源项目开发。

❖ 公司积极加强成本控制，同时受益于国家对煤炭的稳价保供，公司煤电和供热业务收益 2022 有望有所改善。发改委在 2022 年 2 月 24 日发布的关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知。在通知中着力强调引导煤炭价格在合理区间运行，同时完善煤、电价格传导机制以及引导煤、电价格主要通过中长期交易形成两个重要要求。公司承担上海的电力和热力保障职责，2022 年公司争取按照相关政策继续提高电煤的长协保障的比例，以确保公司燃煤成本受控经营情况改善，以保障正常的城市燃煤供电和供热的稳定运行。2022 年一季度，公司整体实现净利润 1.01 亿元，仍低于 2020 年一季度水平，但火电和供热业务亏损明显改善。

❖ 公司 21 年加快国企改革，设立合理目标推行股权激励，以推动和保障企业业绩的超预期释放。从公司的期权行权业绩条件可以看到，公司的业绩导向指标主要是净资产收益率，净利润复合增长率、国企 EVA 和清洁能源装机占比，也基本体现了公司未来的发展战略和经营目标，主要重视资本回报以及积极发展清洁能源。本次股票期权激励，可以把公司发展和经营战略转变为可执行的量化指标，刺激公司核心员工更好的执行公司战略，对经营业绩负责，将是公司经营业绩和业务发展战略的落地的有利保障。

❖ 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 350.35、417.72 和 498.31 亿元，归属母公司净利润 8.32、11.88 和 16.88 亿元。总股本 26.17 亿股，对应 EPS0.32、0.45 和 0.65 元。估值要点如下：2022 年 7 月 6 日，股价 10.84 元，对应市值 283.7 亿元，2022-2024 年 PE 约为 34、24 和 17 倍。公司继续稳步推进多元化能源发展，保持及扩大低碳新能源装机比重，积极推进综合智慧能源业务发展，目标是成为领先的区域性低碳综合能源供应商，充分受益国家双碳战略。

❖ 风险提示：煤炭价格控制，新能源扩张进展，智慧能源业务拓展低于预期。

盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	30631.32	35035.11	41772.99	49831.54
+/-%	26.56%	14.38%	19.23%	19.29%
净利润(百万)	-1893.32	832.88	1188.08	1688.08
+/-%	-312.92%	143.99%	42.65%	42.09%
EPS(元)	-0.72	0.32	0.45	0.65
PE	-14.98	34.06	23.88	16.81

资料来源：公司公告，预测截止日期 2022 年 7 月 6 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
1.2.	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.	控股股东和实际控制人.....	6
1.2.2.	公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化.....	6
二、	主营业务结构和变化.....	8
2.1	主要业务和产品.....	8
2.1.1.	主营业务概述.....	8
2.1.2.	主营业务结构.....	9
2.1.3.	收入、利润和盈利能力变化.....	10
2.2	公司的主要业务布局和发展战略规划.....	11
2.2.1.	公司最近战略总结.....	11
2.2.2.	三新战略：.....	12
三、	公司近年重大资本运作.....	13
3.1	公司近年重大资本运作情况.....	13
3.2	2021 年定向增发项目融资.....	13
3.3	股权激励：2018 年股票期权激励.....	13
3.3.1.	股权激励实施的关键流程和节点.....	13
3.3.2.	股权激励方案的主要内容.....	14
四、	投资建议.....	15
4.1	投资逻辑和观点.....	15
4.1.1.	公司在国内火电企业中清洁能源占比领先，继续大力发展推动新能源装机增长，积极向综合智慧能源方向转型.....	15
4.1.2.	传统电力和热力业务，公司积极加强成本控制，受益于国家对煤炭价格的管控，公司相应业务收益 2022 有望明显改善.....	15
4.1.3.	公司 21 年推动国企改革，推行股权激励设立合理目标，以推动和保障企业业绩的超预期释放.....	16
4.2	盈利预测与估值比较.....	16
4.2.1.	盈利预测.....	16
4.2.2.	估值比较.....	17
	盈利预测.....	19

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

风险提示.....	20
相关报告.....	20

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.....	6
图 2: 2021 年年度业务分行业收入结构	10
图 3: 2021 年年度业务分行业毛利结构	10
图 4: 历年收入和毛利变化 (单位: 亿元)	10
图 5: 历年营业利润和净利润 (单位: 亿元)	10
图 6: 销售毛利率和净利率变化 (%)	10
图 7: 投资回报情况 (单位: 亿元)	10
图 8: 负债结构和流动性 (%)	11
图 9: 杠杆运用和资产运营状况 (单位: 亿元)	11
表格 1. 公司 2022 年一季报最新十大股东情况	7
表格 2. 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态	13
表格 3. 2021 定向增发项目融资	13
表格 4. 2021 年股权激励实施的关键时间节点和内容	13
表格 5. 2021 年股权激励方案具体内容	14
表格 6. 公司分业务收入和毛利率假设	17
表格 7. 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

上海电力经国家经济体制改革委员会“体改生[1998]42号”《关于同意设立上海电力股份有限公司的批复》批准，于1998年6月4日设立，注册资本为264,701.00万元。公司成立时的股东为上海市电力公司和上海华东电力集团公司，上海市电力公司持有公司201,891.00万股，占总股本的76.27%；上海华东电力集团公司持有公司62,810.00万股，占总股本的23.73%。公司成立时有4家全资电厂，分别为杨树浦发电厂、南市发电厂、闵行发电厂、吴泾热电厂。此外，公司还持有上海外高桥发电有限责任公司51.00%和上海吴泾第二发电有限责任公司49.00%的股权。

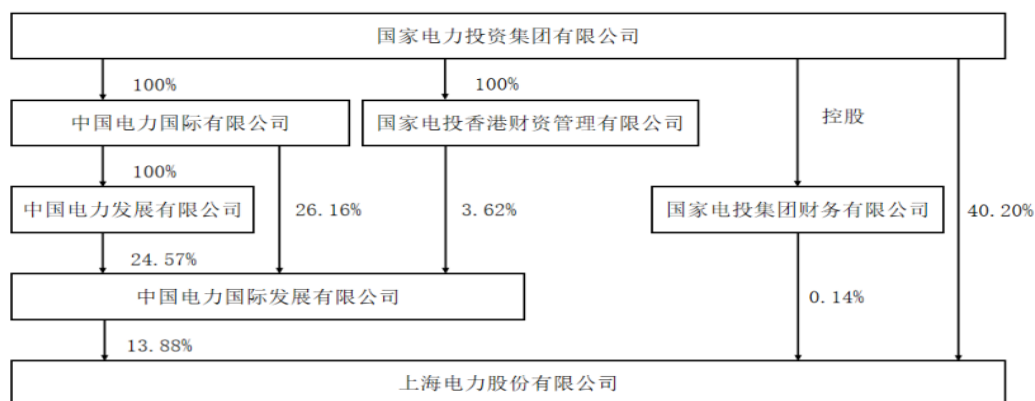
1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构

1.2.1. 控股股东和实际控制人

公司控股股东为国家电投集团，国家电投集团及其下属公司从事火电、风电、光伏发电业务，与公司从事的火电、风电、光伏发电业务类似，但对公司的生产经营不构成重大影响，不存在实质性的竞争。

国家电投集团分别直接或间接持有中国电力国际发展有限公司54.35%、国家电投集团远达环保股份有限公司43.74%、吉林电力股份有限公司34%，内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司58.39%、国家电投集团东方新能源股份有限公司54.54%等境内外上市公司的股权。

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

1.2.2. 公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化

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

根据 2021 年年报披露信息，国家电投集团直接持有公司 10.52 亿股，占公司总股本的 40.20%，为公司控股股东。公司最终的实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会，最终持有公司 44.21% 的股权。

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	国家电力投资集团有限公司	1,052,008,626	40.20%	不变
2	中国电力国际发展有限公司	363,292,165	13.88%	不变
3	中国长江三峡集团有限公司	160,852,800	6.15%	不变
4	中国长江电力股份有限公司	98,092,197	3.75%	比上期减少
5	中央汇金资产管理有限责任公司	33,874,600	1.29%	不变
6	香港中央结算有限公司	20,096,617	0.77%	比上期增加
7	银华基金-农业银行-银华中证金融资产管理计划	13,989,100	0.53%	不变
8	易方达基金-农业银行-易方达中证金融资产管理计划	13,989,100	0.53%	不变
9	广发基金-农业银行-广发中证金融资产管理计划	13,989,100	0.53%	不变
10	工银瑞信基金-农业银行-工银瑞信中证金融资产管理计划	13,989,100	0.53%	不变
11	大成基金-农业银行-大成中证金融资产管理计划	13,989,100	0.53%	不变
12	博时基金-农业银行-博时中证金融资产管理计划	13,989,100	0.53%	不变
13	南方基金-农业银行-南方中证金融资产管理计划	13,989,100	0.53%	不变
14	中欧基金-农业银行-中欧中证金融资产管理计划	13,989,100	0.53%	不变
15	合计	1,840,129,805	70.28%	--

资料来源：公司公告；2022 年一季报，iFind，川财证券研究所

二、主营业务结构和变化

2.1 主要业务和产品

2.1.1. 主营业务概述

公司是一家集清洁能源、新能源、智慧能源科技研发与应用、现代能源供应和服务于一体的现代能源企业，是我国五大发电集团之一国家电力投资集团有限公司最主要的上市公司之一和重要的国际化发展平台，是上海市主要的综合能源供应商和服务商之一，是上海市最大的热能供应商。

公司致力于能源高效利用、清洁能源、新能源、现代电力服务业以及循环经济等领域的发展。通过不断开拓、改革和创新，公司发展成为涵盖高效燃煤火力发电、燃气发电和风电、太阳能发电等新能源为一体的现代能源企业；产业布局遍及全国，并逐步向海外开拓。公司主营业务包括发电、供热、综合智慧能源等领域。

1、发电业务是公司的核心业务。

截至 2021 年底，公司控股装机容量为 1905.31 万千瓦，清洁能源占装机规模的 55.24%，其中：煤电 852.80 万千瓦、占比 44.76%，气电 286.62 万千瓦、占比 15.04%，风电 379.84 万千瓦、占比 19.94%，光伏发电 386.05 万千瓦、占比 20.26%。2021 年，受用电需求增长和新能源项目新增容量释放产能等影响，2021 年 1-12 月，公司完成合并口径发电量 597.42 亿千瓦时，同比上升 21.57%，其中煤电完成 413.55 亿千瓦时，同比上升 15.23%，气电完成 62.03 亿千瓦时，同比上升 29.87%，风电完成 81.77 亿千瓦时，同比上升 63.92%，光伏发电完成 40.07 亿千瓦时，同比上升 14.95%；上网电量 566.25 亿千瓦时，同比上升 21.42%。2021 年，受电煤供需失衡等因素影响，市场电煤价格快速攀升。2021 年 1-12 月，公司合并口径煤折标煤单价（含税）1238.48 元/吨，同比上升 67.42%。

2、热力业务是公司的重要业务。

公司售热业务主要集中于上海地区，热力收入主要来自公司所属漕泾热电、上电漕泾、吴泾热电、外高桥发电等电厂，主要服务对象为重点工业企业。公司热电联供机组容量较大、效率较高。公司所属漕泾热电拥有国内最大的燃气蒸汽联合循环热电联供机组，其供热量、供热参数等均在业内领先，处于国内外同类设备领先水平。2021 年全年，公司供热量 1991.90 万吉焦。

3、综合智慧能源等三新产业，公司大力发展综合智慧能源等“三新”产业。

按照“清洁低碳能源供应商、能源生态系统集成商、先进能源技术开发商”的战略定位，上海电力加快推进综合智慧能源发展。综合智慧能源以智能化能源生产、能量储存、能源供应、能源消费和智慧化管理与服务为主线，向终端客户提供综合能源一体化解决方案。公司目前已建成前滩分布式能源、中国浦东干部学院低碳智慧能源项目一期工程等综合智慧能源项目，在建项目有世博 A 片区能源中心、西岸传媒港能源中心等项目。公司积极推动消费侧清洁能源替代，加快氢能、储能、电氢替代等项目开发建设，推动智慧能源与建筑、交通、工业、美丽乡村等领域的融合发展。

上海西岸能源中心项目、世博能源中心项目进入试运行。无锡星洲工业园区 301 地块项目、浦东干部学院低碳智慧项目等实现投产。成功中标上港零碳无人驾驶换电重卡项目。苏州吴淞江燃机项目、上海临港新片区 103 地块项目等前期工作有序推进。积极推动消费侧清洁能源替代，加快氢能、储能、电氢替代等项目开发建设，推动智慧能源与建筑、交通、工业、美丽乡村等领域的融合发展。

4. 电力服务业，公司围绕发电主业，依托人才、技术、运行管理等多种内在优势，扩大电站管理、技术服务、运营、检修维护等能源服务市场。

公司所属工程公司取得了在欧盟 EPC 总承包资质，运营公司取得了对外劳务合作经营资格，具有了承接国内电力行业核心业务 O&M 能力，专业从事电站运行、维护、检修工作，目前已经走出上海，在国内外的火电、核电、新能源电站开展服务工作，在行业内具有较强竞争力。在服务全国的基础上，公司电力服务业率先实现了“走出去”战略，先后承接了赤道几内亚、伊拉克、土耳其等国火电机组委托运营等海外电站服务。

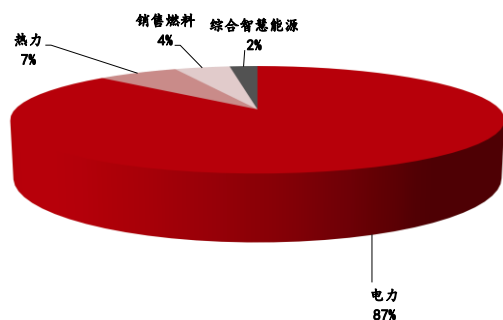
2.1.2. 主营业务结构

公司 2021 年年度的主营业务结构：公司主营业务主要是电力、热力和燃料销售和电力服务四个板块，其中，电力服务业务包括电站运行维护检修，包括维护、检修、工程项目、技术服务、运输服务业务收入。

公司 2021 年全年实现总营业收入 306.31 亿元，其中主营业务收入 300.96 亿元，其他业务收入 5.35 亿元。主营业务中，电力、热力、燃料销售和电力服务四个板块业务收入分别为 261.97、19.28、13.12 和 6.59 亿元，分别贡献了营业总收入的 87%、7%、4%和 2%。

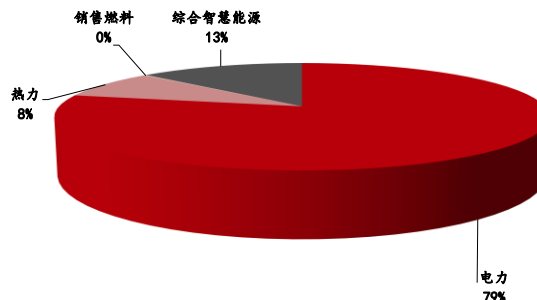
2021 年全年实现毛利 46.10 亿元，主营业务毛利 43.29 亿元，其他业务毛利 2.81 亿元。电力、热力、燃料销售和电力服务四个板块业务毛利分别为 38.90、4.12、0.09 和 6.42 亿元，分别贡献了营业总收入的 79%、8%、0%和 13%。

图 2：2021 年年度业务分行业收入结构



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 3：2021 年年度业务分行业毛利结构

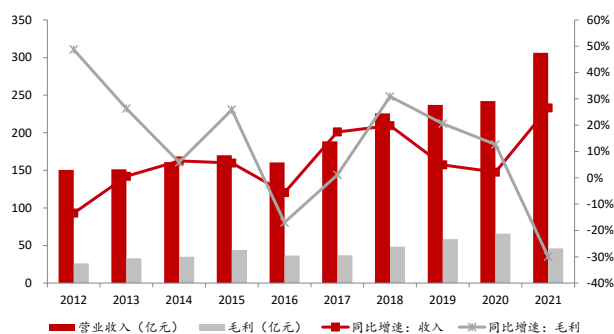


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化

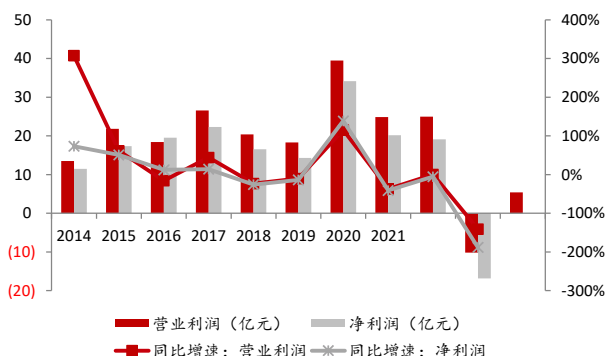
电力和热力销售业务相关收入占据公司销售收入和毛利中的绝大部分。电力服务业务是公司着力发展，积极推进的方向。公司 2021 年实现营业利润-10.17 亿，同比下降 140.72%；归属母公司净利润-16.81 亿元，同比下降 187.91%。2022 年一季度公司实现营业收入 83.81 亿元，同比增加 16.38%；营业利润 5.4 亿元，同比下降 44.79%；归属母公司净利润 1.01 亿元，同比下降 62.19%。

图 4：历年收入和毛利变化（单位：亿元）



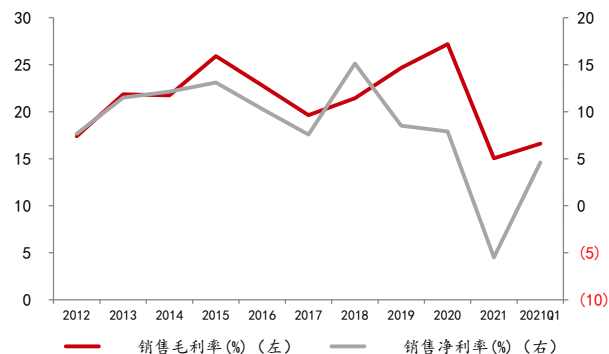
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 5：历年营业利润和净利润（单位：亿元）



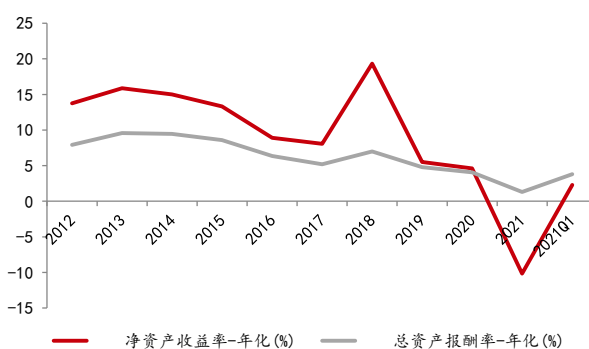
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 6：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 7：投资回报情况（单位：亿元）



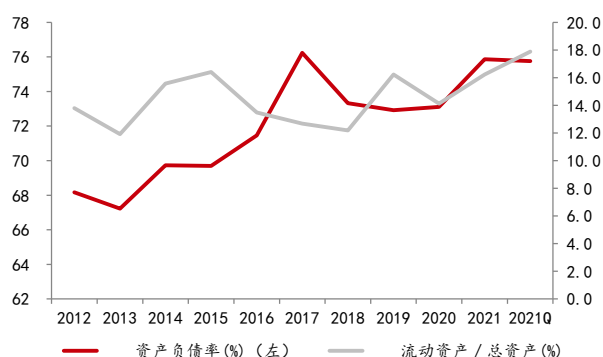
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

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

2021 年公司综合毛利率和净利率分别为 15.05% 和 -5.49%，相比 2020 年的 27.18% 和 7.9%，毛利率和净利率都有明显下降，主要是受制于 21 年煤炭价格大幅上涨，公司电力和热力业务全面亏损。2022 年一季度，公司综合毛利率和净利率分别为 16.61% 和 4.60%，煤炭价格 2022 年初开始下行，公司在 2022 年一季度已经实现扭亏。

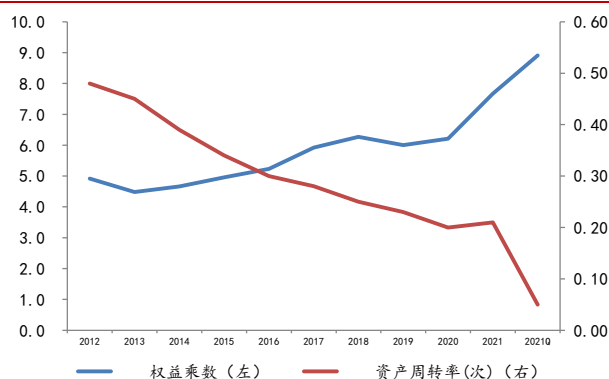
2021 年公司受煤炭价格影响，全年亏损。2022 年一季度，公司年化 ROE 和 ROA 分别为 2.29% 和 3.80%，预期未来煤炭价格有望得到控制，资本回报率有望继续修复。公司资产负债率略高于行业平均，资产流动性略低。但作为能源央企，信用资源保证公司偿债能力。公司近几年财务杠杆持续增加，但资产周转率在下降，说明公司处于业务扩张期，资本扩张加快，但收入增长较慢，运行效率在下降。

图 8：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 9：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

2.2.1. 公司最近战略总结

2021 年，公司坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚决贯彻党中央重大决策部署，面对煤炭价格高位运行、绿色转型竞争激烈等严峻形势，公司坚持突出业绩导向、强化价值理念和风险理念，坚持存量要精、增量要抢、未来靠闯，全面推进安全提升和价值提升“两大工程”，各项工作取得新进展新成效。

重点工作和成绩：清洁转型势头强劲。截至 2021 年底，公司控股装机容量 1905.31 万千瓦，同比增长 13.66%。其中新能源控股装机容量 765.89 万千瓦，同比增长 31.22%。清洁能源占比 55.24%，同比上升了 6.11 个百分点。一是清洁能源发展。江苏 H4 40 万千瓦、H7 40 万千瓦等一批海上风电项目高质量全容量并网发电，闵行燃机 F 级 46.8 万千瓦燃机项目实现高质量投产。成功签约上海金山工业区、松江区、无锡市锡山区政府等一批县域开发协议，与江南造船厂、中石化、中石油、上海铁路局等大客户达成战略合作意向，共同推进新能源、新业态等的项目开发。二是国际化发展。日本那须乌山 47.5MW 光伏项目全容量投产，成功收购山口岩国 75MW 光伏项目并实现开工。马耳他储能示范项目实现并网。土耳其胡努特鲁项目在在疫情等极其困难的情况下，高质量完成锅炉水压试验等里程碑节点目标。三是三新产业发展。上海西岸能源中心项目、

世博能源中心项目进入试运行。无锡星洲工业园区 301 地块项目、浦东干部学院低碳智慧项目等实现投产。成功中标上港零碳无人驾驶换电重卡项目。苏州吴淞江燃机项目、上海临港新片区 103 地块项目以及一批绿电交通、加氢站等项目快速布局。

2.2.2. 三新战略：

“新产业、新业态、新模式”构建公司可持续发展的新跑道。公司联合长江经济带兄弟单位，积极发展综合智慧能源、氢能、储能、电氢替代等“三新”产业，激活企业清洁转型新动能，开启更加绿色、智慧的新未来。

公司切实把综合智慧能源服务当作转型发展的突破口，以数字化、智慧化能源生产、储存、供应、消费和服务等为主线，兼顾技术与经济性，因地制宜、高质量推动综合智慧能源项目开发，助力能源清洁化、低碳化、高效化、智能化转型，助力区域能源实现“绿色低碳、安全韧性、开放共享、智慧高效”的愿景。

发展氢能、储能、绿色交通。在构建以新能源为主体的新型电力系统背景下，储能与氢能将是助力碳达峰、碳中和目标实现的重要支撑。公司稳步推进氢能、储能、绿色交通等新兴业态发展，开展专业技术研究和应用，以创新链打通产业链，带动能源行业智慧升级。

三、公司近年重大资本运作

3.1 公司近年重大资本运作情况

表格 2. 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态

序号	重要资本运作	状态	时间
1	2003 IPO 首发上市	完成	2003/10/29
2	2016 年发行可转债	已终止上市	2007/8/27
3	2017 年非公开增发	完成	2017/12/12
4	2018 年非公开增发	完成	2018/8/28
5	2021 年非公开增发	发审委通过	2022/5/27
6	2022 年股权激励	首次实施	2022/6/1

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

3.2 2021 年定向增发项目融资

募集资金总额不超过 123,140.52 万元，扣除发行费用后用于盐城滨海南 H3#海上风电项目、江苏如东 H4#海上风电场项目、江苏如东 H7#海上风电场项目、浙能嵊泗 2#海上风电场工程项目以及补充流动资金。

表格 3. 2021 定向增发项目融资

序号	项目名称	计划投资（万元）	实际投资（万元）
1	盐城滨海南 H3#海上风电项目	496098.72	16557.07
2	江苏如东 H4#海上风电场项目	695162.3	28,251.91
3	江苏如东 H7#海上风电场项目	766375.41	31,202.01
4	浙能嵊泗 2#海上风电场工程项目	722150.74	28,388.20
5	补充流动资金	18741.32	18,741.32
7	合计	2,698,528.49	123,140.52

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

3.3 股权激励：2018 年股票期权激励

3.3.1. 股权激励实施的关键流程和节点

公司已于 2021 年 12 月 02 日公告限制性股票激励计划草案，本次采取股票期权的方式授予。

表格 4. 2021 年股权激励实施的关键时间节点和内容

重要节点	时间	对应公告
股权激励计划草案	2021/12/2	上海电力股份有限公司首期股票期权激励计划（草案）
董事会审议	2021/12/2	上海电力股份有限公司第八届第三次董事会会议决议公告
股东大会审议	2021/12/28	上海电力股份有限公司监事会 2021 年第七次临时会议决议公告
首次实施公告日	2022/6/1	上海电力股份有限公司关于向公司首期股票期权激励计划激励对象首次授予股票期权的公告

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

3.3.2. 股权激励方案的主要内容

公司于 2021 年 12 月 2 日，发布 2021 年首期股票期权激励计划（草案），披露了相关内容。

表格 5.2021 年股权激励方案具体内容

关键要素	主要内容
激励方式	激励方式是授予股票期权，行权股票来源为上市公司定向发行股票；每股转让价（初始行权价）12.81。
激励对象	本激励计划首次授予的激励对象由 157 名调整为 154 名，首次授予的股票期权数量由 2,162 万份调整为 2,112 万份，预留部分权益数量不变，仍为 300 万份，拟授予的股票期权总量由 2,462 万份调整为 2,412 万份。
解锁条件	公司层面业绩考核：本激励计划授予的股票期权，分年度进行业绩考核并行权，每个会计年度考核一次，以达到公司业绩考核目标作为激励对象的行权条件。 授予股票期权行权的业绩条件如下所示（包括预留）：第一个行权期，业绩考核条件：2022 年，净资产收益率不低于 4.5% 且不低于同行业对标企业 75 分位值水平或行业均值水平；2022 年较 2020 年净利润复合增长率不低于 11%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平或行业均值水平；2022 年完成董事会下达的 EVA 考核目标，且 $\Delta EVA > 0$；2022 年清洁能源装机规模占总装机规模比例不低于 54%。 第二个行权期，业绩考核条件：2023 年，净资产收益率不低于 5%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平或行业均值水平；2023 年较 2020 年净利润复合增长率不低于 11%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平或行业均值水平；2023 年完成董事会下达的 EVA 考核目标，且 $\Delta EVA > 0$；2023 年清洁能源装机规模占总装机规模比例不低于 56%。 第三个行权期，业绩考核条件：2024 年，净资产收益率不低于 5.5%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平或行业均值水平；2024 年较 2020 年净利润复合增长率不低于 11%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平或行业均值水平；2024 年完成董事会下达的 EVA 考核目标，且 $\Delta EVA > 0$；2024 年清洁能源装机规模占总装机规模比例不低于 58%。注：净利润增长率为归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润增长率，净资产收益率指扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的加权平均净资产收益率。

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

四、投资建议

4.1 投资逻辑和观点

4.1.1. 公司在国内火电企业中清洁能源占比领先，继续大力发展推动新能源装机增长，积极向综合智慧能源方向转型

截至 2021 年底，公司控股装机容量 1905.31 万千瓦，同比增长 13.66%。其中新能源控股装机容量 765.89 万千瓦，同比增长 31.22%。清洁能源占比 55.24%，同比上升了 6.11 个百分点。

公司仍然致力于构建一个多元的低碳清洁的能源供应体系，将风光等清洁能源发展作为未来多元能源体系建立的核心发展方向，公司将统筹和平衡降低资产负债率，提高经营效益以及加大清洁能源开发三方面的工作，保持公司的稳健经营。

“新产业、新业态、新模式”构建着公司可持续发展的新跑道。公司联合长江经济带兄弟单位，积极发展综合智慧能源、氢能、储能、电氢替代等“三新”产业，激活企业清洁转型新动能，开启更加绿色、智慧的新未来。

公司切实把综合智慧能源服务当作转型发展的突破口，以数字化、智慧化能源生产、储存、供应、消费和服务等为主线，兼顾技术与经济性，因地制宜、高质量推动综合智慧能源项目开发。

在构建以新能源为主体的新型电力系统背景下，储能与氢能将是助力碳达峰、碳中和目标实现的重要支撑。公司稳步推进氢能、储能、绿色交通等新兴业态发展，开展专业技术研究和应用，以创新链打通产业链，带动能源行业智慧升级。

4.1.2. 传统电力和热力业务，公司积极加强成本控制，受益于国家对煤炭价格的管控，公司相应业务收益 2022 有望明显改善

发改委，在 2022 年 2 月 24 日发布的关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知。

在通知中着力强调引导煤炭价格在合理区间运行，强调：煤炭价格由市场形成，但国家发改委会同有关方面综合采取供需衔接、储备吞吐、进出口调节、运输协调等措施，促进煤炭价格在合理区间运行。当煤炭价格显著上涨或者有可能显著上涨时，将根据《价格法》第三十条等规定，按程序及时启动价格干预措施，引导煤炭价格回归合理区间；当煤炭价格出现过度下跌时，综合采取适当措施，引导煤炭价格合理回升。

从多年市场运行情况看，近期阶段秦皇岛港下水煤（5500 千卡）中长期交易价格每吨 570~770 元（含税）较为合理（晋陕蒙相应煤炭出矿环节中长期交易价格合理区间见附件），煤炭生产、流通、消费能够保持基本平稳，煤、电上下游产业能够实现较好协同发展。适时对合理区间进行评估完善。

同时完善煤、电价格传导机制。强调：引导煤、电价格主要通过中长期交易形成。煤

炭中长期交易价格在合理区间内运行时，燃煤发电企业可在现行机制下通过市场化方式充分传导燃料成本变化，鼓励在电力中长期交易合同中合理设置上网电价与煤炭中长期交易价格挂钩的条款，有效实现煤、电价格传导。

公司承担上海的电力保障职责，根据相关部委要求，2022 年公司争取电煤的长协保障的比例继续提高，以确保公司燃煤成本受控，保障正常的城市燃煤供电和供热的稳定运行。

4.1.3. 公司 21 年推动国企改革，推行股权激励设立合理目标，以推动和保障企业业绩的超预期释放

公司于 2021 年 12 月 2 日，发布 2021 年首期股票期权激励计划（草案），披露了相关内容：公司本次激励计划首次授予的激励对象不超过 159 人，具体包括：公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干人员。调整后，本激励计划首次授予的激励对象由 157 名调整为 154 名，首次授予的股票期权数量由 2,162 万份调整为 2,112 万份，预留部分权益数量不变，仍为 300 万份，拟授予的股票期权总量由 2,462 万份调整为 2,412 万份。

授予股票期权行权的业绩条件如下所示（包括预留）：业绩考核条件：2022 年，净资产收益率不低于 4.5%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平或行业均值水平；2022 年较 2020 年净利润复合增长率不低于 11%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平或行业均值水平；2022 年完成董事会下达的 EVA 考核目标，且 $\Delta EVA > 0$ ；2022 年清洁能源装机规模占总装机规模比例不低于 54%。2023-2024 年，授予的业绩条件类似，主要是清洁能源装机规模占比相应提高。

我们从公司的期权行权条件可以看到，公司的业绩导向指标主要是净资产收益率，净利润复合增长率、国企 EVA 和清洁能源装机占比，也基本体现了公司未来的发展战略和经营目标，主要重视资本回报以及积极发展清洁能源。本次股票期权激励，可以把公司发展和经营战略转变为可执行的量化指标，刺激公司核心员工更好的执行公司战略，对经营业绩负责，将是公司经营业绩和业务发展战略的落地的有利保障。

4.2 盈利预测与估值比较

4.2.1. 盈利预测

1. 近期关键财务数据

公司 2021 年年度的主营业务结构：公司主营业务主要是电力、热力和燃料销售和电力服务四个板块，电力服务业务包括电站运行维护检修，包括维护、检修、工程项目、技术服务、运输服务业务收入。公司 2021 年一季度实现营业收入 83.81 亿元，营业利润 5.4 亿元，归属母公司净利润 1.01 亿元；实现毛利率 16.61%，净利率 4.60%。

2. 盈利预测假设：

收入：公司主营业务的四个板块中，电力服务、热力业务主要受到公司新增装机、发电量和售电量的影响。2022 年上海受疫情扩散影响，社会生产生活受到影响，用力强度明显下行。

综合智慧能源业务中，传统的电力服务业务与公司的发电和供热量有一定的正比关系，也将有所影响，但发力强度对服务总额的影响有限。其他三新方向业务，处于布局发力期，公司在手项目较多，业务量饱满，有望维持继续高增长。

毛利率：我们预期公司电热产销量同比有所下滑，公司是典型的重资产行业，固定成本占比大，收入的下滑将带来毛利率的下行。同时公司的毛利率对煤炭价格的波动十分敏感，2022 年受益于国家加大煤炭供给控制煤炭价格政策的发力以及下游用力需求下降的影响，公司用煤成本有望下行。2022 年公司毛利率上行和下行压力共存，我们预期最终公司毛利率大概率向上修复，但可能低于 2019 年同期水平。

3. 盈利预测结论：

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营业收入 350.35、417.72 和 498.31 亿元，归属母公司净利润 8.32、11.88 和 16.88 亿元。总股本 26.17 亿股，对应 EPS0.32、0.45 和 0.65 元。

表格 6.公司分业务收入和毛利率假设

指标	分业务	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	电力	20155	20520	26197	30126	36151	43382
	同比增长		1.82%	27.66%	15.00%	20.00%	20.00%
	热力	1769	1652	1928	2218	2661	3193
	同比增长		-6.59%	16.72%	15.00%	20.00%	20.00%
	销售燃料	381	432	1312	1377	1515	1667
	同比增长		13.61%	203.41%	5.00%	10.00%	10.00%
	其他业务	0	857	535	589	648	713
	同比增长			-37.55%	10.00%	10.00%	10.00%
	综合智慧能源	813	741	659	725	798	877
	同比增长		-8.89%	-11.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	电力	17.56%	17.56%	24.66%	24.67%	25.27%	26.17%
	热力	22.01%	22.01%	24.01%	24.02%	24.62%	25.52%
	销售燃料	15.83%	15.83%	22.01%	22.02%	22.62%	23.52%
	其他业务	12.14%	12.14%	14.21%	14.22%	14.82%	15.72%
	综合智慧能源	11.53%	7.51%	2.78%	10.00%	7.51%	2.78%

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

4.2.2. 估值比较

估值要点如下：2022 年 7 月 6 日，股价 10.84 元，对应市值 283.7 亿元，2022-2024 年 PE 约为 34、24 和 17 倍。公司继续稳步推进多元化能源发展，保持及扩大低碳新能源装机比重，积极推进综合智慧能源业务发展，目标是成为领先的区域性低碳综合能源供应商，充分受益国家双碳战略。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

表格 7.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	000027.SZ	深圳能源	6.58	324	39	0.32			20.56			1.13	4.06%
2	600642.SH	申能股份	5.89	296	37	0.33	0.60	0.70	17.63	9.77	8.37	0.93	0.74%
3	600023.SH	浙能电力	3.61	495	17	-0.06	0.08	0.18	-60.17	45.13	20.06	0.76	3.91%
4	600578.SH	京能电力	3.43	230	10	-0.47	0.12	0.18	-7.30	29.37	19.17	1.12	5.39%
5	000543.SZ	皖能电力	4.47	105	24	-0.59	0.19	0.30	-7.58	23.12	14.74	0.82	4.43%
6	000037.SZ	深南电 A	8.20	36	21	-0.73			-11.25			3.14	-9.73%
7	000531.SZ	穗恒运 A	7.44	62	55	0.23			31.77			1.23	1.63%
8	000539.SZ	粤电力 A	4.33	211	19	-0.60	0.36	0.52	-7.22	11.98	8.29	1.00	-7.85%
9	600982.SH	宁波能源	5.57	64	18	0.44			12.78			1.69	4.29%
10	小计	算术平均							-1.20	23.87	14.12	1.31	0.76%
11		几何平均								20.46	13.15	1.19	

资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所，数据更新于 2022/7/6

盈利预测

财务报表预测及比率分析

资产负债表							利润表							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	6520.14	5796.53	5888.57	3503.51	4177.30	4983.15	营业收入	23690.03	24202.84	30631.32	35035.11	41772.99	49831.54	
应收票据及账款	7873.88	9487.76	14468.08	16548.12	19730.62	23536.91	营业成本	17851.08	17625.00	26021.61	27615.85	32659.30	38523.04	
预付账款	691.83	320.95	977.71	1118.27	1333.34	1590.55	税金及附加	203.96	182.39	199.68	228.39	272.31	324.84	
其他应收款	1356.84	1230.10	1041.73	1191.50	1420.65	1694.71	销售费用	1.00	0.68	0.79	0.91	1.08	1.29	
存货	395.12	338.06	1296.40	1375.82	1627.09	1919.22	管理费用	1352.71	1584.25	1758.88	1821.83	2715.24	3737.37	
其他流动资产	1183.15	1028.18	1767.72	2021.86	2410.70	2875.75	研发费用	154.91	148.12	186.36	213.16	254.15	303.18	
流动资产总计	18020.95	18201.58	25440.20	25759.08	30699.68	36600.29	财务费用	2515.51	2319.49	3260.41	3054.28	2848.93	2658.42	
长期股权投资	12544.03	14461.26	15129.71	15599.72	16069.72	16539.72	资产减值损失	-186.55	-524.26	-597.77	-683.71	-815.20	-972.46	
固定资产	62142.27	65446.76	84323.97	83441.74	82407.57	81221.44	信用减值损失	-12.95	-141.24	-162.64	-186.03	-221.80	-264.55	
在建工程	7741.55	19292.07	19397.70	16164.75	12931.80	9698.85	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
无形资产	3095.47	3081.53	4470.18	3725.15	2980.12	2235.09	投资收益	664.63	659.64	374.48	374.48	374.48	374.48	
长期待摊费用	347.45	383.33	227.06	113.53	0.00	0.00	公允价值变动损益	-0.31	-1.05	1.17	0.00	0.00	0.00	
其他非流动资产	7131.01	8080.32	7719.94	7702.56	7685.19	7667.81	资产处置收益	197.92	1.34	1.44	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	93001.76	110745.26	131268.55	126747.44	122074.39	117362.91	其他收益	214.81	158.95	162.54	162.54	162.54	162.54	
资产总计	111022.72	128946.84	156708.75	152506.52	152774.07	153963.21	营业利润	2488.43	2496.32	-1017.19	1767.99	2521.99	3583.37	
短期借款	16128.02	13770.73	17237.01	25774.39	33950.99	42625.15	营业外收入	107.57	83.17	66.27	0.00	0.00	0.00	
应付票据及账款	5534.82	6136.66	11840.28	12565.68	14860.54	17528.64	营业外支出	62.78	76.93	146.66	0.00	0.00	0.00	
其他流动负债	23586.93	23880.16	24660.15	21384.12	20283.72	17784.63	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	45249.77	43787.55	53737.44	59724.20	69095.25	77938.41	利润总额	2533.22	2502.55	-1097.58	1767.99	2521.99	3583.37	
长期借款	26708.85	38964.09	50003.60	38046.62	26421.13	15183.73	所得税	515.39	591.25	583.78	-0.00	-0.00	-0.00	
其他非流动负债	8995.26	11518.09	15160.31	15160.31	15160.31	15160.31	净利润	2017.83	1911.31	-1681.36	1767.99	2521.99	3583.37	
非流动负债合计	35704.11	50482.18	65163.90	53206.92	41581.43	30344.04	少数股东损益	1055.45	1022.10	211.96	935.11	1333.91	1895.29	
负债合计	80953.88	94269.72	118901.34	112931.12	110676.68	108282.45	归属母公司股东净利	962.38	889.21	-1893.32	832.88	1188.08	1688.08	
股本	2617.16	2617.16	2617.16	2617.16	2617.16	2617.16	EBITDA	8959.12	9048.09	7115.93	9813.38	10513.98	11423.27	
资本公积	6223.24	6274.31	6627.09	6627.09	6627.09	6627.09	NOPLAT	3828.47	3677.81	3390.97	6446.78	6886.20	7655.75	
留存收益	10217.99	10719.35	8389.16	9222.03	10410.11	12098.19	EPS (元)	0.37	0.34	-0.72	0.32	0.45	0.65	
归属母公司权益	19058.39	19610.83	17633.41	18466.29	19654.36	21342.44	主要财务比率							
少数股东权益	11010.45	15066.29	20174.00	21109.11	22443.03	24338.32								
股东权益合计	30068.84	34677.11	37807.41	39575.40	42097.39	45680.76	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
负债和股东权益合计	111022.72	128946.84	156708.75	152506.52	152774.07	153963.21	成长能力							
现金流量表								营收增长率	4.92%	2.16%	26.56%	14.38%	19.23%	19.29%
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营业利润增长率	-37.00%	0.32%	-140.75%	273.81%	42.65%	42.09%	
税后经营利润	2017.83	1911.31	-1681.36	1885.70	3040.74	4666.65	EBIT增长率	-17.94%	-4.49%	-55.15%	122.96%	11.38%	16.21%	
折旧与摊销	3910.39	4226.05	4953.10	4991.11	5143.06	5181.48	EBITDA增长率	-6.54%	0.99%	-21.35%	37.91%	7.14%	8.65%	
财务费用	2515.51	2319.49	3260.41	3054.28	2848.93	2658.42	归母净利增长率	-65.25%	-7.60%	-312.92%	143.99%	42.65%	42.09%	
投资损失	-664.63	-659.64	-374.48	-374.48	-374.48	-374.48	经营现金流增长率	-6.63%	22.65%	-78.60%	210.85%	67.86%	-4.67%	
营运资金变动	-1990.11	-1334.18	-5221.77	-5254.55	-3072.36	-4925.75	盈利能力							
其他经营现金流	141.14	810.14	620.82	537.02	537.02	537.02	毛利率	24.65%	27.18%	15.05%	21.18%	21.82%	22.69%	
经营性现金流净额	5930.13	7273.16	1556.72	4839.07	8122.90	7743.33	净利率	8.52%	7.90%	-5.49%	5.05%	6.04%	7.19%	
资本支出	8669.89	11999.39	7890.94	0.00	0.00	0.00	营业利润率	10.50%	10.31%	-3.32%	5.05%	6.04%	7.19%	
长期投资	-1410.92	-1984.20	-2976.34	0.00	0.00	0.00	ROE	5.05%	4.53%	-10.74%	4.51%	6.04%	7.91%	
其他投资现金流	-15802.50	-25950.17	-19701.72	-750.25	-1151.29	-1715.82	ROA	0.87%	0.69%	-1.21%	0.55%	0.78%	1.10%	
投资性现金流净额	-8543.53	-15934.99	-14787.11	-750.25	-1151.29	-1715.82	ROIC	6.69%	5.41%	4.08%	6.38%	6.73%	7.56%	
短期借款	7266.84	-2357.30	3466.29	8537.38	8176.59	8674.16	估值倍数							
长期借款	2297.10	12255.24	11039.51	-11956.98	-11625.49	-11237.40	P/E	29.48	31.90	-14.98	34.06	23.88	16.81	
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/S	1.20	1.17	0.93	0.81	0.68	0.57	
资本公积增加	-266.49	51.07	352.78	0.00	0.00	0.00	P/B	1.79	1.73	1.97	1.86	1.72	1.56	
其他筹资现金流	-4655.31	-1959.33	-1490.22	-3054.28	-2848.93	-2658.42	股息率	1.20%	1.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
筹资性现金流净额	4642.14	7989.68	13368.35	-6473.88	-6297.83	-5221.66	EV/EBIT	13.87	17.05	54.09	23.26	20.49	17.52	
现金净增加额	2178.00	-701.51	19.47	-2385.06	673.79	805.85	EV/EBITDA	7.81	9.08	16.44	11.43	10.47	9.57	
							EV/NOPLAT	18.29	22.35	34.50	17.40	15.98	14.29	

数据来源：同花顺iFind

风险提示

燃料价格上涨超预期；
新布局的低碳能源项目投产及运行低于预期；
国家低碳能源相关补贴落地低于预期。

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、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，需在允许的范围内使用，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