

上海区域核心综合能源供应商**—申能股份（600642）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 7 月 22 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 2.81 亿元，低于 2020 年同期水平，但煤电业务亏损明显改善。

❖ **公司积极拓展低碳清洁发电业务，将成为上海地区核心综合能源企业**

近年来，公司大力发展清洁能源和积极探索绿色能源，在风电、光伏发电等清洁能源领域取得显著成果，清洁能源装机比重不断提高。截止 2021 年年末，公司控股装机容量为 1392.44 万千瓦，同比增加 10.27%。其中新能源装机 344.88 万千瓦。新能源项目规模提升，经济效益逐步体现，2021 年贡献利润占比过半，成为公司新的利润增长点。结合主业，贯彻国家“低碳发展”战略。开展“申能崇明减碳行动”，成立“碳中和研究院”，打造上海首个电力供给“零碳岛”，与高校共建“碳中和联合实验室”。参与全国碳排放权首批交易。加大环保治理力度，全面推进火电企业固废全链条管理和脱硫废水零排放治理。

❖ **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，净利润复合增长率和风电、光伏控股装机容量增长绝对值，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，公司发展和经营战略转变做为可执行的量化指标，激励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 288.19、335.28 和 397.08 亿元，归属母公司净利润 21.20、25.81 和 31.95 亿元。总股本 49.12 亿股，对应 EPS0.43、0.53 和 0.65 元。估值要点如下：2022 年 7 月 22 日，股价 5.79 元，对应市值 284 亿元，2022-2024 年 PE 约为 13、11 和 9 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，充分受益国家双碳战略。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

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：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)	25312.77	28819.44	33528.18	39707.80
+/-%	28.43%	13.85%	16.34%	18.43%
净利润(百万)	1642.14	2120.07	2581.27	3194.61
+/-%	-31.36%	29.10%	21.75%	23.76%
EPS(元)	0.33	0.43	0.53	0.65
PE	17.32	13.41	11.02	8.90

资料来源：公司公告，预测截止日期 2022 年 7 月 22 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.....	7
二、	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.....	8
2.1.3.	收入、利润和盈利能力变化.....	9
2.2	公司的主要业务布局和发展战略规划.....	11
2.2.1.	聚焦“双碳”目标，践行能源企业减碳社会责任.....	11
2.2.2.	坚持创新驱动发展，不断增强科技成果转化能力.....	11
2.2.3.	大力拓展新能源，加快电力产业低碳转型.....	12
2.2.4.	深化产融结合，为企业可持续发展注入源头活水.....	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 年非公开增发项目融资.....	13
3.3	股权激励：2021 年限制性股票激励.....	14
3.3.1.	股权激励实施的关键流程和节点.....	14
3.3.2.	股权激励方案的主要内容.....	14
四、	投资建议.....	16
4.1	投资逻辑和观点.....	16
4.1.1.	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，公司相应业务收益有望见底回升.....	16
4.1.2.	公司积极拓展低碳清洁发电业务，优化能源供应结构，将成为上海地区核心综合能源企业.....	16
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，以推动和保证企业整体业绩的超预期释放.....	17
4.2	盈利预测与估值比较.....	17
4.2.1.	盈利预测.....	17

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

4.2.2. 估值比较	18
盈利预测.....	20
风险提示.....	21
相关报告.....	21

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 年年度分行业收入结构	9
图 3: 2021 年年度分行业毛利结构	9
图 4: 2021 年年度发电业务分行业收入结构	9
图 5: 2021 年年度发电业务分行业毛利结构	9
图 6: 历年收入和毛利变化 (单位: 亿元)	10
图 7: 历年营业利润和净利润 (单位: 亿元)	10
图 8: 销售毛利率和净利率变化 (%)	10
图 9: 投资回报情况 (单位: 亿元)	10
图 10: 负债结构和流动性 (%)	10
图 11: 杠杆运用和资产运营状况 (单位: 亿元)	10
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	14
表格 4. 2021 年股权激励实施的关键时间节点和内容	14
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	18
表格 7. 可比公司估值	19

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

中能股份的前身中能电力开发公司是上海市政府直接领导的电力开发和能源建设投资公司，成立于 1987 年 12 月，注册资本 10,000 万元人民币，主要负责统筹、融通和滚动使用上海市集资办电资金、管理上海地区电力建设、能源开发和节能项目的投资。经上海市人民政府沪计调（1992）568 号文批准，中能电力开发公司于 1993 年 2 月 22 日改制为中能股份有限公司。中能股份有限公司于 1993 年 4 月 16 日在上海证券交易所上市，成为全国电力能源行业第一家 A 股上市公司，是上证 30 指数样本股之一。

1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构

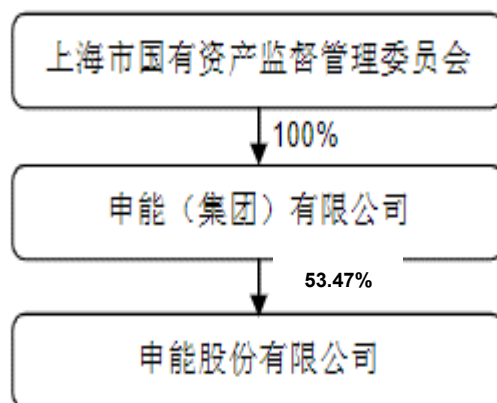
1.2.1. 控股股东和实际控制人

中能股份控股股东为中能集团。中能集团是经上海市人民政府（1996）24 号文《上海市人民政府关于同意组建申能（集团）有限公司的批复》批准成立的国有独资的有限责任公司，注册资本为 30 亿元人民币。

中能集团由上海市国资委授权，依据产权关系统一经营和管理其下属国有资产。主要经营业务，从事电力、能源基础产业的投资开发和管理，天然气资源的投资，城市燃气管网的投资，房地产、高科技产业投资管理，实业投资，资产管理，国内贸易（除专项规定）。

截至 2021 年底，控股和参股的其他境内外上市公司的股权情况：东方证券股份有限公司 25.27%；中国太平洋保险（集团）股份有限公司 13.79%；海通证券股份有限公司 2.27%；中国光大银行股份有限公司 1.42%。

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

根据 2021 年一季报披露信息，中能集团直接持有公司 26.27 亿股，占公司总股本的 53.47%，为公司控股股东。公司最终的实际控制人是上海市国资委，最终持有公司 53.47% 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	中能(集团)有限公司	2,626,545,766	53.47%	不变
2	中国长江电力股份有限公司	491,203,782	10.00%	不变
3	长电投资管理有限责任公司	107,976,235	2.20%	不变
4	广东电力发展股份有限公司	55,532,250	1.13%	不变
5	中央汇金资产管理有限责任公司	50,047,600	1.02%	不变
6	全国社保基金四一三组合	28,799,940	0.59%	比上期增加
7	上海久事(集团)有限公司	28,395,455	0.58%	不变
8	中国工商银行股份有限公司-华安安信消费服务混合型证券投资基金	26,556,008	0.54%	比上期增加
9	中国工商银行股份有限公司-中证上海国企交易型开放式指数证券投资基金	24,558,867	0.50%	不变
10	中国工商银行股份有限公司-交银施罗德趋势优先混合型证券投资基金	15,994,875	0.33%	新进
15	合计	3,455,610,778	70.36%	--

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

公司主要从事电力、石油天然气的开发建设和经营管理，作为能源项目开发主体，公司提供电力、石油、天然气项目的勘探开发、投资建设、运营维护以及节能环保技术、燃料贸易等多种服务。

公司业务立足上海市及长三角地区，同时积极实施“走出去”发展方针，在全国其他地区例如安徽、宁夏、青海、新疆、内蒙等多地逐步有项目落地和建成，同时公司积极响应国家“一带一路”倡议，努力探索海外业务机会。

核心电力业务方面，公司目前已投资建成的电力项目广泛分布于煤电、气电、核电、风电、光伏发电等领域。燃煤发电均为大功率的高效先进机组，其中外高桥三发电的 2 台 100 万千瓦级机组及外高桥二发电的 2 台 90 万千瓦级的发电机组煤耗水平处于全国领先水平。“平山二期” 135 万千瓦机组建成后各项参数指标将达到全球领先水平，成为燃煤发电行业新的标杆。近年来，公司大力发展清洁能源和积极探索绿色能源，在风电、光伏发电等清洁能源领域取得显著成果，清洁能源装机比重不断提高。截至 2021 年末，公司新能源控股装机容量 344.88 万千瓦，占公司控股装机容量的 25%。油气业务方面，公司控股子公司上海石油天然气公司负责东海平湖油气田的勘探、开采及销售，所开采的天然气是现阶段上海市天然气气源组成部分之一。公司投资的天然气管网公司负责投资建设和经营管理上海地区唯一的天然气高压主干管网系统。全资子公司新疆石油天然气公司负责新疆塔里木油气田的前期勘探和开发。

2021 年公司控股发电量 484.8 亿千瓦时，同比增长 23.2%，本地机组控股发电量占上海地区总发电量 33%。控股供电煤耗 282.7 克/千瓦时，控股平均耗用标煤单价 1052 元/吨。本市煤电企业平均不含税电价 385 元/千千瓦时，同比上升 14 元/千千瓦时。控股供热量 1132 万吉焦，油当量 21.3 万吨。公司营业收入 253.13 亿元，同比增长 28.43%，实现归母净利润 16.42 亿元，处于行业领先水平。

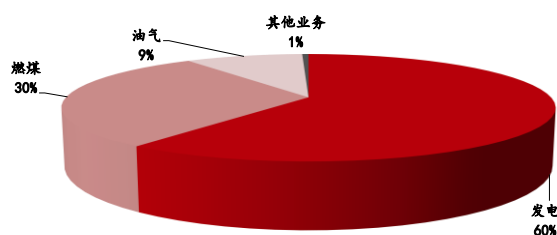
2.1.2. 主营业务结构

公司 2021 年年度的主营业务结构：公司主营业务主要是发电、燃煤和油气三个板块，发电业务中，公司目前包括煤电、气电、光伏和风电四类电源业务。

公司 2021 年全年实现总营业收入 253.13 亿元，其中主营业务收入 251.95 亿元，其他业务收入 1.18 亿元。主营业务中，发电、燃煤和油气三个板块业务收入分别为 144.17、71.79 和 22.15 亿元，分别贡献了营业总收入的 60%、30%和 9%。发电业务中，煤电、气电、光伏发电和风力发电业务收入分别为 94.91、39.57、4.26 和 19.15 亿元，分别贡献了营业总收入的 37.50%、15.63%、1.68%和 7.57%。

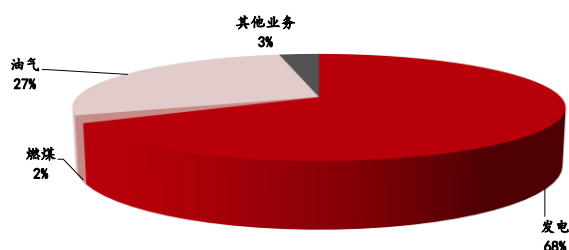
2021 年全年实现毛利 28.78 亿元，主营业务毛利 27.88 亿元，其他业务毛利 0.9 亿元。发电、燃煤和油气三个板块业务毛利分别为 19.39、0.64 和 7.85 亿元，分别贡献了营业总毛利的 68%、2%和 27%。发电业务中，煤电、气电、光伏发电和风力发电业务毛利分别为-0.18、5.84、2.34 和 11.39 亿元，分别贡献了营业总收入的-64.00%、20.30%、8.14%和 39.56%。

图 2：2021 年年度分行业收入结构



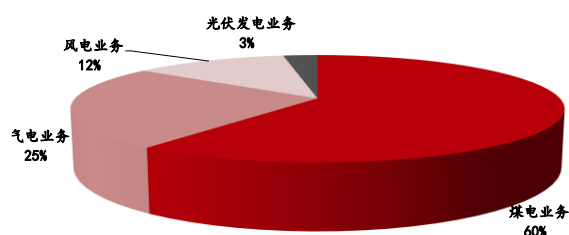
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 3：2021 年年度分行业毛利结构



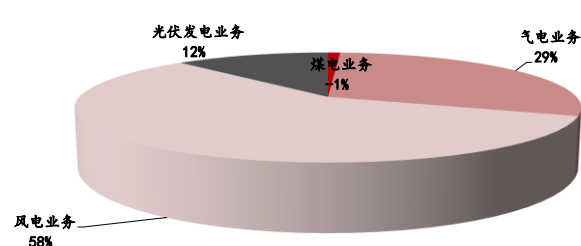
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 4：2021 年年度发电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 5：2021 年年度发电业务分行业毛利结构



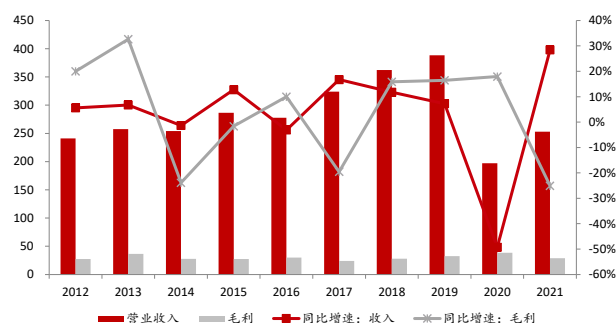
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化

2021 年电力和油气销售业务相关收入占据公司销售收入和毛利中绝大部分，在发电业务中，受煤价大幅上行影响，公司煤电业务毛利为负，风电和气电占比最大。新能源业务是公司积极转型的方向，在公司的股权激励方案中，有风电、光伏控股装机容量增长较上一年度增长不低于 80 万千瓦的业绩考核条款。

公司 2021 年实现营业利润 24.14 亿，同比降低 30.19%；归属母公司净利润 16.42 亿元，同比降低 31.36%。2022 年一季度公司实现营业收入 76.34 亿元，同比增加 26.03%；营业利润 3.23 亿元，同比降低 72.43%；归属母公司净利润 2.02 亿元，同比降低 76.87%。

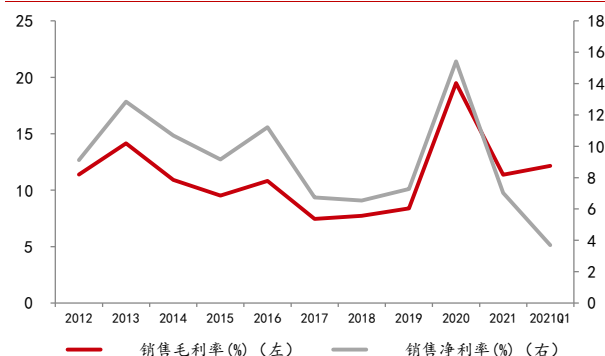
图 6：历年收入和毛利变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2021 年公司综合毛利率和净利率分别为 11.37% 和 7.02%，相比 2020 年的 19.49% 和 15.42%，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，公司煤电业务全面亏损。2022 年一季度，公司综合毛利率和净利率分别为 12.16% 和 3.69%，煤炭价格 2022 年初有所下行，公司在 2022 年一季度已经实现扭亏。

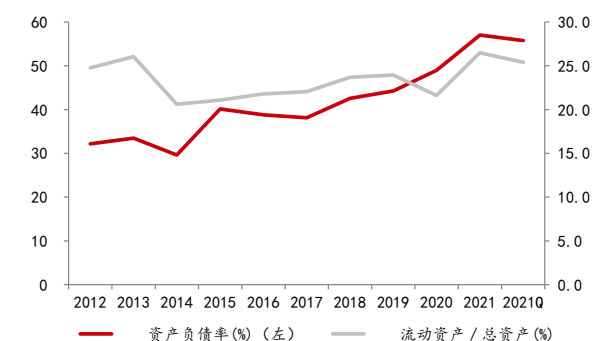
图 8：销售毛利率和净利率变化（%）



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

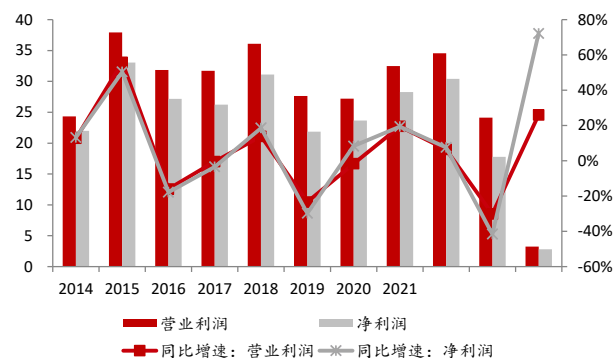
2021 年公司受煤炭价格影响，全年亏损。2022 年一季度，公司年化 ROE（年化）和 ROA（年化）分别为 2.61% 和 2.85%，预期未来煤炭价格有望得到控制，资本回报率有望继续修复。公司资产负债率略高于行业平均，公司近几年财务杠杆持续增加，但资产周转率在下降，说明公司处于业务扩张期，资本扩张加快，但运行效率在下降。

图 10：负债结构和流动性（%）



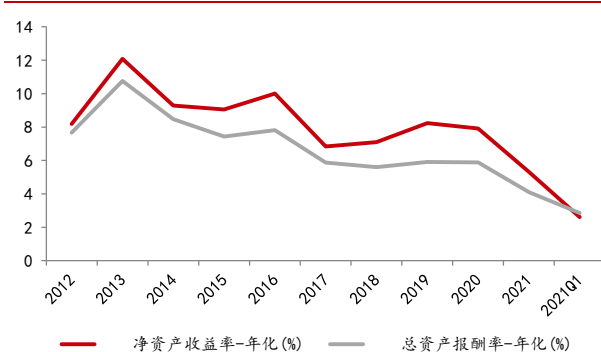
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 7：历年营业利润和净利润（单位：亿元）



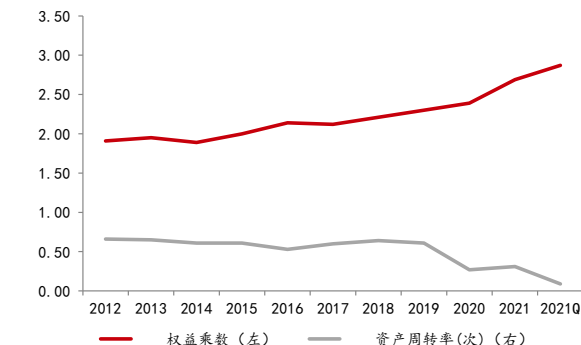
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 9：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

图 11：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

公司主业为电力、石油天然气的投资建设和经营管理。成立以来，公司陆续投资建设了吴泾第二发电、外高桥第二发电、外高桥第三发电、申皖发电、临港燃机、崇明发电、奉贤热电、秦山核电、天荒坪抽水蓄能、临港海上风电等大型发电机组，电力产业结构涵盖了燃煤发电、燃气发电、抽水蓄能发电、核电、风电及太阳能发电。

近年来，公司主动适应国家“碳达峰、碳中和”产业政策，践行绿色低碳发展路线，在新能源产业布局与新兴产业创新等方面取得了显著成效。2021 年，新能源装机容量 344.88 万千瓦，占公司控股装机容量的 25%，电力结构进一步优化。持续推进“双主业”发展，进一步拓展油气业务，全力推进油气勘探开发和资源接替。

公司始终坚持走节能减排的发展之路，不断优化电源结构，发展高效清洁能源，推进科技创新，提高资源利用效率，努力建设资源节约型和环境友好型企业，实现能源与环境的和谐发展。

2022 年，公司将继续围绕“加快发展、稳步调整、提质增效、培育优势、提高竞争力、做优‘先锋企业’”的工作方针，夯实发电主业安全基础，打造本质安全型企业，加强节能减排管理，不断优化能源结构，努力提升企业效益水平，切实履行企业社会责任，促进公司与员工、利益相关方及社会的和谐发展。

2.2.1. 聚焦“双碳”目标，践行能源企业减碳社会责任

开展“中能崇明减碳行动”，成立“中能碳中和研究院”，积极打造上海首个电力供给“零碳岛”，为上海推动绿色低碳循环经济发展作贡献。探索可再生能源在绿色贸易产业的融合发展，积极谋划洋浦零碳能源制造产业园项目。拓展“双碳”合作渠道，与华东理工大学共建“碳中和联合实验室”，开展外三发电烟气 CO₂ 捕集制甲醇中试示范项目，促进“产学研用”深度融合。

梳理分析碳排放现状、发展趋势，设计碳达峰方案。参与全国碳排放权首批交易，利用市场机制购买 CCER 抵扣配额清缴，提升公司碳履约能力和绿色低碳发展形象。加大环保治理力度，全面推进火电企业固废全链条管理和脱硫废水零排放治理，全年共减排烟尘 216 万吨、二氧化硫 18 万吨、氮氧化物 2 万吨。

2.2.2. 坚持创新驱动发展，不断增强科技成果转化能力

积极开展科技和技改项目，增强企业竞争实力。全年公司获专利授权 24 项，累计有效知识产权达 161 项；技改项目 222 项，科技项目 21 项，完成外三发电“#8 机组引增合一”等节能改造。成立发电侧“新型电力系统”科技创新小组，与中国电科院签署科技创新战略合作协议，瞄准高效清洁火电技术研究和新兴能源前沿技术应用，深入开展科技创新工作。成功研发储能协调控制器及系统后台，形成固化集成产品模块。加强信息化应用创新，完成新能源混合云、储能云及基于工业互联网的网络安全管控体系建设，完成“中能风光储管理信息系统”和“电煤供需信息系统”升级改造。积极

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

推广煤电节能减排技术应用，实施对外服务项目 9 个。

2.2.3. 大力拓展新能源，加快电力产业低碳转型

公司深刻领会能源安全新战略，把握能源发展未来走向，自 2017 年底实施新能源“走出去”战略后，以区域为支点，以点带面拓展全国市场。新能源权益装机规模四年增长 11 倍，装机占比由 3.9% 上升至 27%，达到全国平均水平，补齐了公司电力业务结构的短板；净利润四年增长 13 倍，利润贡献比达到 33.5%，增幅远超传统火电板块，成为公司新的经济增长点。2021 年，如东海上风电等重点项目投产，全年新增控股装机容量 129.6 万千瓦；积极推进清洁能源基地建设，拓展新兴能源业务，分散式供电项目累计投产 37.4 兆瓦，待建项目超 124.5 兆瓦；完成外三火储联合运行二期项目建设和首个用户侧储能项目；积极拓展油气上游资源，稳步推进勘探开发工作。

2.2.4. 深化产融结合，为企业可持续发展注入源头活水

公司成功发行上海市属国有企业首单“碳中和”信用债及超短期融资券等，有效降低资金成本年化约 8500 万元；创新融资方式，成立首支新能源产业基金。加大金融资产盘活力度，处置上国投股权，贡献净利润约 7.9 亿元；与国君资管合作，通过部分存量金融资产成立两个资管产品；紧密围绕电力产业上下游，开展光伏玻璃、动力电池项目投资。多措并举强化市值管理，提升对接资本市场的意识和能力，积极营造良好氛围，增强市场信心。

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	1992 年 IPO 首发上市	完成	1993-4-10
2	1996 年配股	完成	1996-12-18
3	2002 年公开增发	完成	2002-1-30
4	2006 年公开增发	完成	2006-05-19
5	2010 年公开增发	完成	2010-10-13
6	2019 年非公开增发	完成	2019-06-28
7	2021 年股权激励	首次实施	2021-7-9

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

3.2 2021 年非公开增发项目融资

安徽平山电厂为沪皖合作、上海市在安徽淮北异地建设的煤电一体化项目，也是淮北市能源基地建设的主要依托工程。平山电厂项目的建设规划为 $2 \times 660\text{MW} + 1 \times 1350\text{MW}$ 机组，其中一期两台机组已分别于 2015 年 12 月和 2016 年 3 月投产，二期工程作为一期工程的扩建项目，将建设一台 1350MW 新型高效超超临界二次再热燃煤发电机组。平山电厂二期工程被国家能源局列为国家示范工程项目，是公司具有自主知识产权的高效洁净燃煤发电项目，项目设计可达到超前、领先的发电效率水平，汽轮发电机组热耗可降低至 6765KJ/KWH 水平，相应供电煤耗 251g/KWH ，该能耗水平已与欧盟 AD700 计划中规划的 700°C 超超临界机组的能耗水平相当，远低于目前国内运行较先进的超超临界 1000MW 机组的供电煤耗。安徽平山电厂位于安徽省淮北市烈山区古饶镇的平山和况楼村，在淮北市区南面的淮北市经济开发区新区内。淮北市位于安徽省北部，地处苏鲁豫皖 4 省之交，北接萧县，南临蒙城，东与宿县毗邻，西连涡阳和河南永城县。

临港海上风电场规划总装机容量 20 万千瓦，场址分为南北两部分，其中北侧二期工程 10 万千瓦已于 2016 年底建成，一期工程位于风电场南部区域，拟安装 25 台单机容量为 4MW 的风力发电机组，同时按照“高端示范、创新引领”原则，推进 2 台 6MW 试验样机建设；项目总装机容量为 100MW 级，可利用海域面积约 22.25km^2 。上海市东濒东海，南临杭州湾，西接江苏、浙江两省，江海岸线总长 450km ，主要岛屿有崇明、长兴、横沙等。上海市近海海域，海域开阔、障碍物少，具有良好的风能资源开发利用价值。临港海上风电场布置于上海市南汇边滩东侧海域的避航区，场址区距离岸线约 10km ，东以长江口南港支航道以西的避航区为界，北至南汇大治河延长线，南至环球海底光缆，可利用海域面积约 45.1km^2 。

表格 3. 2021 定向增发项目融资

序号	项目名称	计划总投资额	计划投入募集资金	已投入募集资金
1	中能安徽平山电厂二期工程项目	538,900.00	180,900.00	181,978.20
2	上海临港海上风电一期示范项目	177,000.00	19,100.00	16,578.38
3	合计	715,900.00	200,000.00	198,556.58

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所（单位：万元）

3.3 股权激励：2021 年限制性股票激励

3.3.1. 股权激励实施的关键流程和节点

公司已于 2021 年 1 月 26 日公告限制性股票激励计划草案，本次采取第一类限制性股权计划的方案。

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	2021-1-26	申能股份有限公司 A 股限制性股票激励计划（草案）
董事会审议	2021-1-26	申能股份有限公司第十届监事会第四次会议决议公告
股东大会审议	2021-4-29	申能股份有限公司第四十一次（2020 年度）股东大会文件
国资委批复	2021-3-1	申能股份有限公司关于 A 股限制性股票激励计划获上海市国有资产监督管理委员会批复的公告
首次实施公告日	2021-7-9	申能股份有限公司关于向激励对象首次授予限制性股票的公告

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 1 月 26 日，发布 2021 年首期股票期权激励计划（草案），以及后续多次变更披露公告，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	激励计划的股票来源为申能股份从二级市场回购 A 股普通股。本计划拟向激励对象授予不超过 4,912 万股 A 股限制性股票，约占本计划公布时公司股本总额 49.12 亿股的 1.00%。其中首次授予不超过 4,622.8 万股，约占本计划公布时公司股本总额的 0.94%；预留授予不超过 289.2 万股，约占本计划公布时公司股本总额的 0.06%，约占本次拟授予限制性股票总量的 5.89%。价格：本计划首次授予的 A 股限制性股票授予价格为 3.17 元/股。有效期：计划的有效期为自首次授予的限制性股票登记完成之日起至激励对象所获授的限制性股票全部解除限售或回购注销完毕之日止，最长不超过 6 年。
激励对象	本计划首次授予的激励对象为公司董事、高级管理人员以及其他核心骨干人员，共计 293 人，占公司截至 2019 年 12 月 31 日在册员工总人数 2,645 人的 11.08%。预留激励对象由董事会在本计划经股东大会审议后 12 个月内参照首次授予的激励

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



对象的标准确定。预留权益用于授予未来一年内从外部引进的与首次授予的激励对象相同职级人员，不得用于已参与首次授予的激励对象。预留权益的授予对象未能在本计划经股东大会审议通过后 12 个月内确定的，预留权益失效，公司回购专用证券账户中的对应股票予以注销。

首次实施情况更新：激励计划确定的原激励对象中，4 人因离职等原因放弃参与激励计划，因此公司激励对象人数由 293 人变更为 289 人，首次授予激励对象的最终人数以实际参与认购的人数为准。由于本激励计划首次授予的激励对象人数调整，董事会首次授予及预留股票的数量相应进行调整。首次授予的 A 股限制性股票数量由 4,622.8 万股调整为 4,402.4 万股，预留的 A 股限制性股票数量由 289.2 万股调整为 307.6 万股。本激励计划首次授予的授予价格调整为 2.89 元/股。

公司层面业绩条件. 第一个解除限售条件为 2022 年净资产收益率不低于 8.10%，且不低于行业平均值，归母净利润增长率(较 2019 年)增长率不低于 16.1%，且不低于行业平均值，风电、光伏控股装机容量增长，较上一年度增长不低于 80 万千瓦，生产安全事故风险指标为未发生人身安全相关重大及以上事故；第二个解除限售条件为 2023 年净资产收益不低于 8.20%，且不低于行业平均值，归母净利润增长率(较 2019 年)增长率不低于 22.0%，且不低于行业平均值，风电、光伏控股装机容量增长，较上一年度增长不低于 80 万千瓦，生产安全事故风险指标，未发生人身安全相关重大及以上事故；第三个解除限售条件为 2024 年净资产收益率不低于 8.30%，且不低于行业平均值，归母净利润增长率(较 2019 年)增长率不低于 28.2%，且不低于行业平均值，风电、光伏控股装机容量增长较上一年度增长不低于 80 万千瓦，生产安全事故风险指标为未发生人身安全相关重大及以上事故。注 1：在本计划有效期内，针对公司未来可能产生的影响公司业绩的行为（如依据上级有关部门决定的重大资产重组或企业响应国家政策号召而实施的相应战略举措等），而造成相关业绩指标不可比情况，授权董事会对相应业绩指标的实际值按照该等行为发生前的状态进行还原。注 2：净资产收益率为加权平均净资产收益率，计算公式为：净资产收益率=归属母公司股东净利润 / 加权平均归属母公司股东的权益×100%。若在本计划的有效期内，公司实施公开发行或非公开发行股票等行为，如需剔除该等行为对加权平均净资产收益率的影响，授权董事会进行调整。注 3：归母净利润核算口径为合并报表净利润中母公司股东享有的份额。归母净利润增长率计算公式为：归母净利润增长率=（考核年度归母净利润/2019 年归母净利润-1）×100%。注 4：风电、光伏控股装机容量增长为风电、光伏控股装机容量同比增长额，计算公式为：风电、光伏控股装机容量增长=风电控股装机容量较上年度增长额+光伏控股装机容量较上年度增长额。注 5：生产安全事故风险指标是指考核年度内未发生人身安全相关重大及以上事故（包含重大事故及特别重大事故），对人身安全相关事故的界定参照国务院令第 493 号《生产安全事故报告和调查处理条例》规定，重大事故指造成 10 人以上 30 人以下死亡，或者 50 人以上 100 人以下重伤的事故；特别重大事故指造成 30 人以上死亡，或者 100 人以上重伤的事故。公司以证监会电力、热力生产和供应业公司进行同行业对标，同行业公司中剔除*ST 公司，以体现对标领先理念，计算同业业绩时，剔除突增(增长率大于 1000%)和突减(增长率小于-1000%)的极端样本。截至草案公告日，同行业对标合计 67 家企业，未来将根据证监会行业分类变化及*ST 公司情况进行动态调整。

解锁条件

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. 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，公司相应业务收益有望见底回升

公司投资建成的发电机组大多是 60 万千瓦以上、高参数低能耗的大型发电机组，技术指标、节能环保指标等居于行业领先地位。外高桥三发电两台 100 万千瓦机组和外高桥二发电两台 90 万千瓦机组技术优势突出，具有较强的市场竞争力，“平山二期”135 万千瓦项目为国家示范工程，设计发电煤耗低于 250 克/千瓦时，建成后各项参数指标将达到国际领先水平。临港燃机、崇明发电、奉贤热电的燃气-蒸汽联合循环机组气耗低、效率高，对提高电网调峰能力、优化城市电源结构、增强电网安全运行及节能减排做出了重要贡献。

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。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，公司主动应对煤价高企、供应紧张等经营压力，协调联动争取内贸长协煤资源，加大进口煤采购量，平抑到厂标煤单价。加强营销体系建设，有序推进外二、外三发电污泥掺烧工作。

4.1.2. 公司积极拓展低碳清洁发电业务，优化能源供应结构，将成为上海地区核心综合能源企业

公司是以电力、油气为主业的综合性能源供应商，独特的产业结构有效平滑单个行业波动对公司业绩的影响，降低公司经营风险，增强公司抗风险能力。公司投资经营本市天然气高压主干网输气管网，具有唯一性和不可复制性，下属上海石油天然气有限公司和新疆石油天然气有限公司分别负责东海平湖油气田和新疆塔里木油气田的勘探开发；公司通过控股、参股方式积极拓展上下游产业链，有利于分散产业结构风险。

公司电力结构多元化，投资建成的电力项目分布于煤电、气电、核电、新能源发电等领域，电力供应占上海地区约三分之一，新能源装机容量 344.88 万千瓦，占公司控股

装机容量的四分之一。

近年来，公司大力发展清洁能源和积极探索绿色能源，在风电、光伏发电等清洁能源领域取得显著成果，清洁能源装机比重不断提高。截止 2021 年年末，公司控股装机容量为 1392.44 万千瓦，同比增加 10.27%。其中新能源装机 344.88 万千瓦。新能源项目规模提升同时，经济效益逐步体现，2021 年贡献利润占比过半，成为公司新的利润增长点。

结合主业，贯彻国家“低碳发展”战略。开展“中能崇明减碳行动”，成立“碳中和研究院”，打造上海首个电力供给“零碳岛”，与高校共建“碳中和联合实验室”。参与全国碳排放权首批交易。加大环保治理力度，全面推进火电企业固废全链条管理和脱硫废水零排放治理。

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，以推动和保证企业整体业绩的超预期释放

公司于 2021 年 1 月 26 日，发布 2021 年首期股票期权激励计划（草案），披露了相关内容，首次授予的激励对象为公司董事、高级管理人员以及其他核心骨干人员，共计 293 人，占公司截至 2019 年 12 月 31 日在册员工总人数 2,645 人的 11.08%。预留激励对象由董事会在本计划经股东大会审议后 12 个月内参照首次授予的激励对象的标准确定。

公司层面业绩条件. 第一个解除限售条件为 2022 年净资产收益率不低于 8.10%，且不低于行业平均值，归母净利润增长率(较 2019 年)增长率不低于 16.1%，且不低于行业平均值，风电、光伏控股装机容量增长，较上一年度增长不低于 80 万千瓦，生产安全事故风险指标为未发生人身安全相关重大及以上事故。

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，净利润复合增长率以及风光控股装机容量增长，也基本体现了公司未来的发展战略思路 and 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发电、燃煤和油气三个板块，发电业务中，公司目前包括煤电、气电、光伏和风电四类电源业务。公司 2021 年一季度实现实现营业收入 76.34 亿元，营业利润 3.23 亿元，归属母公司净利润 2.81 亿元；实现毛利率 12.16%，净利率 3.69%。

2. 盈利预测假设：

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

收入：公司主营业务的四个板块中，电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。

毛利率：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，但可能仍远低于低于 2020 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 288.19、335.28 和 397.08 亿元，归属母公司净利润 21.20、25.81 和 31.95 亿元。总股本 49.12 亿股，对应 EPS0.43、0.53 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	煤电业务	0	7593	9491	10915	13098	16373
	同比增长			25.01%	15.00%	20.00%	25.00%
	燃煤	4024	4271	7190	8628	10353	12424
	同比增长		6.15%	68.33%	20.00%	20.00%	20.00%
	气电业务	0	3926	3957	3989	4029	4069
	同比增长			0.80%	0.80%	1.00%	1.00%
	油气	22533	2190	2215	2237	2259	2282
	同比增长		-90.28%	1.15%	1.00%	1.00%	1.00%
	风电业务	0	1310	1915	2394	2992	3591
	同比增长			46.18%	25.00%	25.00%	20.00%
	光伏业务	0	287	426	533	666	833
	同比增长			48.70%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	其他业务	108	133	118	124	130	137
	同比增长		22.58%	-11.08%	5.00%	5.00%	5.00%
	煤电业务	0.00%	19.35%	-0.19%	12.00%	15.00%	18.50%
	燃煤	2.42%	1.54%	0.89%	1.00%	1.00%	1.00%
	气电业务	0.00%	16.97%	14.76%	14.76%	14.76%	14.76%
	油气	3.18%	30.11%	35.44%	35.44%	35.44%	35.44%
	风电业务	0.00%	56.32%	59.45%	59.45%	59.45%	59.45%
	光伏业务	#DIV/0!	54.54%	54.91%	54.91%	54.91%	54.91%
	其他业务	52.21%	65.40%	76.53%	64.71%	64.71%	64.71%

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 22 日，股价 5.79 元，对应市值 284 亿元，2022-2024 年 PE 约为 13、11 和 9 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，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	
1	000027.SZ	深圳能源	6.49	309	39	0.45			14.51			1.12	4.06%
	600642.SH	申能股份	5.79	284	36	0.33	0.60	0.70	17.32	9.61	8.22	0.95	0.74%
	600023.SH	浙能电力	3.58	487	17	-0.06	0.08	0.18	-56.93	44.75	19.89	0.76	3.91%
	600578.SH	京能电力	3.62	242	11	-0.47	0.12	0.18	-7.78	30.57	20.06	1.19	5.39%
	000543.SZ	皖能电力	4.72	107	26	-0.59	0.20	0.30	-8.00	24.12	15.52	0.86	4.43%
	000037.SZ	深南电 A	8.31	35	22	-0.73			-11.40			3.18	-9.73%
2	000531.SZ	穗恒运 A	8.09	67	60	0.20			41.44			1.34	1.63%
3	000539.SZ	粤电力 A	4.28	205	18	-0.60	0.30	0.50	-7.14	14.32	8.48	0.99	-7.85%
4	600982.SH	宁波能源	5.31	59	18	0.42			12.53			1.61	4.29%
5	小计	粤电力 A							-0.61	24.67	14.43	1.33	0.76%
		几何平均								21.45	13.40	1.21	

资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所，数据更新于 2022/7/22

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	10151.59	8767.63	9319.94	2881.94	3352.82	3970.78	营业收入	38841.30	19708.86	25312.77	28819.44	33528.18	39707.80
应收票据及账款	3594.05	5051.86	6731.14	7663.63	8915.77	10559.04	营业成本	35584.52	15867.47	22434.76	24245.69	27835.49	32464.76
预付账款	212.20	325.47	269.47	306.80	356.93	422.72	税金及附加	165.27	130.84	156.56	178.25	207.37	245.60
其他应收款	96.96	74.20	89.48	101.87	118.52	140.36	销售费用	5.52	4.83	5.33	6.06	7.05	8.35
存货	934.83	620.32	1162.64	1256.48	1442.52	1682.42	管理费用	775.12	771.71	882.48	864.58	1005.85	1191.23
其他流动资产	1270.16	1644.95	6178.38	7034.29	8183.61	9691.94	研发费用	16.74	16.58	20.07	22.85	26.58	31.48
流动资产总计	16259.79	16484.43	23751.05	19245.02	22370.17	26467.27	财务费用	519.64	799.13	938.34	1059.57	1202.56	1459.75
长期股权投资	7836.33	9204.16	8957.40	8890.04	8822.68	8755.32	资产减值损失	0.00	0.00	-512.07	-583.00	-678.26	-803.27
固定资产	30339.92	34786.28	41994.81	42587.95	44325.16	47143.77	信用减值损失	-107.24	-25.58	-4.59	-5.22	-6.08	-7.19
在建工程	5211.20	9643.33	8160.92	13467.43	17440.61	20080.46	其他经营损益	-56.33	-95.60	-319.23	-319.23	-319.23	-319.23
无形资产	276.59	306.45	306.57	255.47	204.38	153.28	投资收益	1100.82	1425.30	1540.11	1540.11	1540.11	1540.11
长期待摊费用	26.11	98.10	90.05	45.03	0.00	0.00	公允价值变动损益	397.63	-144.98	669.68	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	7994.14	5775.68	6375.75	6375.75	6375.75	6375.75	资产处置收益	1.42	0.83	0.01	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	51684.28	59814.00	65885.51	71621.67	77168.58	82508.59	其他收益	137.73	178.89	164.45	164.45	164.45	164.45
资产总计	67944.07	76298.44	89636.56	90866.70	99538.75	108975.86	营业利润	3248.52	3457.14	2413.60	3239.54	3944.28	4881.48
短期借款	6442.34	6945.93	6926.85	11846.74	11846.74	35236.44	营业外收入	56.48	45.68	127.36	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	4509.05	5562.88	5870.40	6344.25	7283.58	8494.90	营业外支出	16.59	14.83	31.72	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	5599.29	3978.92	10975.26	11840.56	13603.76	15879.97	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	16550.69	16487.73	23772.51	30031.56	44233.99	59611.31	利润总额	3288.41	3488.00	2509.24	3239.54	3944.28	4881.48
长期借款	11916.98	12897.24	22244.21	16189.85	9410.94	1925.52	所得税	462.43	448.01	733.17	946.55	1152.46	1426.30
其他非流动负债	1611.85	7978.36	5085.92	5085.92	5085.92	5085.92	净利润	2825.98	3039.98	1776.08	2292.99	2791.81	3455.18
非流动负债合计	13528.83	20875.60	27330.13	21275.77	14496.86	7011.44	少数股东损益	539.48	647.42	133.94	172.92	210.54	260.57
负债合计	30079.52	37363.33	51102.64	51307.33	58730.85	66622.75	归属母公司股东净利	2286.50	2392.56	1642.14	2120.07	2581.27	3194.61
股本	4912.04	4912.04	4912.04	4912.04	4912.04	4912.04	EBITDA	6101.71	6875.82	6190.40	6495.58	7532.57	8933.87
资本公积	4844.05	4844.53	4711.15	4711.15	4711.15	4711.15	NOPLAT	2895.33	3849.76	1898.54	3042.97	3643.00	4488.42
留存收益	19847.49	21091.95	21218.74	22071.28	23109.27	24393.90	EPS (元)	0.47	0.49	0.33	0.43	0.53	0.65
归属母公司权益	29603.58	30848.52	30841.93	31694.46	32732.45	34017.09	主要财务比率						
少数股东权益	8260.58	8086.59	7691.99	7864.91	8075.45	8336.02	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股东权益合计	37864.55	38935.10	38533.91	39559.37	40807.90	42353.10	成长能力						
负债和股东权益合计	67944.07	76298.44	89636.56	90866.70	99538.75	108975.86	营收增长率	7.23%	-49.26%	28.43%	13.85%	16.34%	18.43%
现金流量表							营业利润增长率	19.46%	6.42%	-30.19%	34.22%	21.75%	23.76%
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EBIT增长率	18.28%	12.58%	-19.58%	24.70%	19.72%	23.21%
税后经营利润	2825.98	3039.98	1776.08	1086.48	1585.30	2248.67	EBITDA增长率	14.73%	12.69%	-9.97%	4.93%	15.96%	18.60%
折旧与摊销	2293.65	2588.69	2742.82	2196.47	2385.73	2592.63	归母净利润增长率	25.22%	4.64%	-31.36%	29.10%	21.75%	23.76%
财务费用	519.64	799.13	938.34	1059.57	1202.56	1459.75	经营现金流增长率	82.46%	-4.06%	-33.96%	22.33%	37.61%	20.19%
投资损失	-1100.82	-1425.30	-1540.11	-1540.11	-1540.11	-1540.11	盈利能力						
营运资金变动	578.09	-430.21	-875.84	-592.82	48.26	8.39	毛利率	8.38%	19.49%	11.37%	15.87%	16.98%	18.24%
其他经营现金流	-66.00	273.06	158.41	1704.56	1704.56	1704.56	净利率	7.28%	15.42%	7.02%	7.96%	8.33%	8.70%
经营性现金流	5050.54	4845.35	3199.70	3914.15	5386.30	6473.90	营业利润率	8.36%	17.54%	9.54%	11.24%	11.76%	12.29%
资本支出	3462.08	-1928.88	7951.82	8000.00	8000.00	8000.00	ROE	7.72%	7.76%	5.32%	6.69%	7.89%	9.39%
长期投资	-2598.05	-2110.54	339.64	0.00	0.00	0.00	ROA	3.37%	3.14%	1.83%	2.33%	2.59%	2.93%
其他投资现金流	-6166.51	-1423.03	-11690.33	-14890.58	-14890.58	-14890.58	ROIC	6.79%	8.69%	4.09%	5.56%	5.93%	6.66%
投资性现金流	-5302.47	-5462.45	-3398.87	-6890.58	-6890.58	-6890.58	估值倍数						
短期借款	607.96	503.59	-19.08	4919.90	11499.90	11889.79	P/E	12.44	11.89	17.32	13.41	11.02	8.90
长期借款	716.25	980.27	9346.97	-6054.36	-6778.91	-7485.42	P/S	0.73	1.44	1.12	0.99	0.85	0.72
普通股增加	360.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	0.96	0.92	0.92	0.90	0.87	0.84
资本公积增加	1616.92	0.48	-133.38	0.00	0.00	0.00	股息率	3.80%	4.79%	3.45%	4.46%	5.43%	6.72%
其他筹资现金流	-281.00	-2250.53	-8442.64	-2327.11	-2745.84	-3369.73	EV/EBIT	11.26	9.62	17.43	13.53	12.26	10.68
筹资性现金流	3020.14	-766.20	751.87	-3461.57	1975.15	1034.64	EV/EBITDA	7.09	6.00	9.71	8.95	8.37	7.58
现金流量净额	2768.35	-1383.97	552.31	-6438.00	470.87	617.96	EV/NOPLAT	14.94	10.72	31.65	19.11	17.32	15.09

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】深圳能源（000027）：聚焦成长的能源环保服务商
- 【川财研究】内蒙华电（600863）煤电联营，新能源建设加速
- 【川财研究】桂冠电力（600236）：水火交替发力，进亦有为
- 【川财研究】晶科科技（601778）：转型“轻资产”，双碳助增长
- 【川财研究】上海电力（600021）：火电盈利修复，向智慧能源转型
- 【川财研究】三峡能源（600905）：海风快速提升的新能源运营领军者

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